



DET KONGELIGE
FINANSDEPARTEMENT

Ot.prp. nr. 73

(1999-2000)

Om lov om børsvirksomhet m.m.
(børsloven)

*Tilråding fra Finansdepartementet av 16. juni 2000, godkjent
i statsråd samme dag.*

1 Proposisjonens hovedinnhold

1.1 Innledning

Finansdepartementet fremmer i denne proposisjonen forslag til ny lov om børsvirksomhet (børsloven). Lovforslaget bygger på Børslovutvalgets innstilling som er trykket som NOU 1999:3. Forslaget vil erstatte lov 17. juni 1988 nr. 57 om verdipapirbørs. Departementets siktemål er at loven skal bidra til effektive, velordnede og tillitvekkende markeder for finansielle instrumenter.

Verdipapirmarkedets hovedoppgave er å formidle kreditt og egenkapital. Dette bidrar til kapitaloppbyggingen i samfunnet, og til at kapitalen kanaliseres dit den kaster mest av seg. Et effektivt verdipapirmarked bidrar til økt effektivitet i fordelingen av samfunnets ressurser. Velorganiserte markedsplasser for finansielle instrumenter er nødvendig for å skape tillit til markedet. Børser spiller en viktig rolle i denne sammenheng, blant annet som tilretteleggere av selve markedsplassen for handelen, og som kontrollør av at visse krav er oppfylt for de finansielle instrumenter som noteres på børsen og for dem som skal delta i handelen på børsen. Hensiktsmessige regler om organiseringen av og virksomheten til børser og andre markedsplasser for finansielle instrumenter har således en vesentlig samfunnsøkonomisk betydning.

Forslaget legger til rette for en økt konkurranse mellom markedsplasser for finansielle instrumenter. Børser og andre markedsplasser står overfor viktige internasjonale utfordringer som følge av blant annet økt økonomisk integrasjon og teknologisk utvikling. Lovforslaget er utformet under hensyn til at norske markedsplasser skal kunne delta i de strukturendringer som må forventes å gjøre seg gjeldende, på en hensiktsmessig måte. Lovforslaget tar sikte på å redusere børsers tilknytning til og oppgaver innenfor offentlig forvaltning, blant annet som et ledd i å styrke børsers konkurranseevne.

Børsloven med forskrifter vil på sitt område gjennomføre de forpliktelser Norge har etter EØS-avtalen.

1.2 Lovens formål og virkeområde

Lovens formål er å legge til rette for effektive, velordnede og tillitvekkende markeder for finansielle instrumenter. Loven vil gjelde virksomhet som børs eller autorisert markedsplass som drives i Norge. Loven vil også gjelde for virksomhet som norsk børs eller autorisert markedsplass driver i utlandet gjennom filial eller ved grensekryssende virksomhet, med mindre annet er bestemt av departementet. Kongen kan fastsette forskrift om lovens anvendelse på Svalbard og kontinentalsokkelen.

1.3 Krav om tillatelse

Departementet foreslår at organisering eller drift av markedsplass for finansielle instrumenter der det legges til rette for handel ved regelmessig og offent-

lig kursnotering av finansielle instrumenter, bare skal kunne skje med konsesjon som børs eller autorisert markedsplass. Ordningen med konsesjonsplikt for børs er en videreføring av gjeldende rett. Regulering av autoriserte markedsplasser er nytt i forhold til gjeldende rett. I gjeldende rett er konsesjonsplikten knyttet til bruk av betegnelsen børs. Etter forslaget vil konsesjonsplikten være knyttet til virksomhetens art både for børs og autorisert markedsplass.

Autoriserte markedsplasser vil på flere punkter være underlagt mindre omfattende regulering enn det som er tilfellet for børs. Det vises blant annet til at lovforslaget fastsetter kriterier for opptak til handel og notering på børs, men ikke for opptak til handel og notering på autoriserte markedsplasser. Opptakskriteriene for børs vil oppfylle kravene i blant annet EØS-reglene som svarer til Rdir. 79/279/EØF om samordning av vilkårene for opptak av finansielle instrumenter til offisiell notering ved fondsbørs og Rdir. 80/390/EØF om samordning av kravene til utforming, kontroll og spredning av prospekter som skal offentliggjøres i forbindelse med opptak av verdipapirer til offisiell notering på en fondsbørs. At det ikke foreslås opptakskriterier for opptak til notering og handel på autoriserte markedsplasser, innebærer at slike foretak kan velge å fastsette mindre omfattende opptakskrav, slik at markedsplassen kan ta opp til notering og handel finansielle instrumenter som ikke oppfyller opptakskriteriene for børs.

Med finansielle instrumenter menes finansielle instrumenter som definert i verdipapirhandeloven § 1-2 annet ledd.

Det foreslås at konsesjonsmyndigheten etter børsloven legges til departementet. Dette er i tråd med dagens ordning. Det foreslås innført en saksbehandlingsfrist på seks måneder for myndighetenes behandling av søknad om tillatelse som børs eller autorisert markedsplass.

Tillatelse etter børsloven vil etter forslaget falle bort dersom børs eller autorisert markedsplass kommer under konkursbehandling eller offentlig akkordforhandling. Videre foreslås det at departementet helt eller delvis skal kunne endre, herunder sette nye vilkår, eller tilbakekalle tillatelse som børs eller autorisert markedsplass dersom nærmere angitte omstendigheter foreligger.

Det foreslås at vedtak om sammenslåing og deling av foretak med tillatelse som børs, samt om avhendelse av en vesentlig del av børsens konsesjonspliktige virksomhet, skal meddeles departementet før vedtaket gjennomføres. Departementet skal kunne nekte gjennomføring av transaksjonen, sette vilkår for gjennomføring av transaksjonen eller endre den konsesjonen som foreligger.

Norsk børs eller autorisert markedsplass som skal utøve virksomhet i utlandet gjennom datterselskap eller filial, skal etter forslaget ha tillatelse fra departementet.

1.4 Organisasjonsform, organer mv.

Departementet foreslår at børs og autorisert markedsplass bare skal kunne organiseres som allmennaksjeselskap. Forslaget innebærer at Oslo Børs må omorganiseres fra selveiende institusjon til allmennaksjeselskap. Allmennaksjelovens regulering av selskapets organer mv. vil gjelde for børs og autorisert

markeds plass. Det foreslås regler om blant annet styre og ledelse som er strengere enn allmennaksjelovens regler. Det foreslås å videreføre regler om taushetsplikt og habilitet og om begrensninger i børsers adgang til å eie finansielle instrumenter, og at disse reglene også skal gis anvendelse for autoriserte markeds plasser. Det foreslås at børs skal ha kontrollkomité. Kontrollkomitéen skal føre tilsyn med at børsen følger lover, forskrifter og konsesjonsvilkår, samt vedtekter og vedtak truffet av foretakets organer, og skal herunder vurdere sikkerhetsmessige forhold ved virksomheten. Videre foreslås det krav til etablering av retningslinjer for intern kontroll.

Det foreslås at Kredittilsynet skal kunne gi nærmere regler om revisors arbeidsoppgaver i børs til utfylling av allmennaksjeloven og revisorlovens regler.

Departementet foreslår at børsers vedtekter og endringer i disse skal forelegges departementet til godkjenning, og at departementet skal kunne gi nærmere regler om innhold og godkjenning av børsens vedtekter. Vedtak om avhendelse av en vesentlig del av den konsesjonspliktige virksomheten skal treffes av generalforsamlingen med flertall som for vedtektsendring.

1.5 Eier- og kapitalforhold

Departementet foreslår en eierbegrensning på 10 prosent av aksjekapitalen eller stemmene i børs. Likt med aksjeeie regnes etter forslaget erverv av rett til å bli eier av aksjer når dette må anses som reelt erverv av aksjene. Det foreslås at departementet i særlige tilfelle skal kunne gjøre unntak fra eierbegrensningsreglene.

Det foreslås unntak fra eierbegrensningsregelen slik at børs skal kunne eies 100 prosent av et holdingselskap med hovedkontor i Norge. Det er et vilkår at eventuelle andre datterselskaper av holdingselskapet ikke driver annen virksomhet enn børsvirksomhet eller virksomhet som har naturlig sammenheng med børsvirksomhet. Eierbegrensningsregelen på 10 prosent vil gjelde tilsvarende for et slikt holdingselskap.

Det foreslås videre at det skal kunne gis tillatelse til at eierandeler svarende til inntil 25 prosent av kapitalen eller stemmene i en børs skal kunne eies av annen norsk eller utenlandsk børs eller annet foretak som ledd i strategisk samarbeidsavtale mellom foretakene vedrørende børsvirksomheten, når dette er vedtatt av generalforsamlingen i den eide børsen med flertall som for vedtektsendring, så lenge avtalen gjelder.

Det foreslås regler om nedsalg ved ulovlig aksjeeie. Inntil nedsalg har funnet sted skal det for den del av aksjeeierens aksjeportefølje som overstiger eierbegrensningene ikke kunne utøves andre rettigheter i selskapet enn retten til å heve utbytte for aksjene og til å utøve fortrinnsrett ved kapitalforhøyelse.

Departementet foreslår stemmerettsbegrensninger i børs, slik at ingen kan stemme for mer enn 10 prosent av stemmene i foretaket eller for mer enn 20 prosent av de stemmene som er representert på generalforsamlingen. Det foreslås unntak fra stemmerettsbegrensningene i de tilfeller hvor det gjelder unntak fra eierbegrensningsregelen. Det foreslås konsolideringsregler i forhold til eierbegrensnings- og stemmerettsbegrensningsreglene.

Det foreslås ikke eierbegrensnings- eller stemmerettsbegrensningsregler for autorisert markedsplass, men det foreslås meldeplikt ved erverv av betydelig eierandel, dvs. eierandel som representerer minst 10 prosent av aksjekapitalen eller stemmene. Kredittilsynet skal nekte slikt erverv dersom vedkommende aksjeeier ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket

Departementet foreslår at børs og autorisert markedsplass ikke skal kunne ta opp til notering omsettelige verdipapirer utstedt av vedkommende børs eller autoriserte markedsplass, eller finansielle instrumenter knyttet til slike verdipapirer. Det foreslås at det skal kreves samtykke fra departementet for notering av omsettelige verdipapirer utstedt av foretak som inngår i konsernforhold med vedkommende børs eller autoriserte markedsplass, eller finansielle instrumenter knyttet til slike. Det kan etter forslaget stilles vilkår for slikt samtykke, herunder at slikt foretak skal underlegges særlig tilsyn fra Kredittilsynet.

Det foreslås at børs og autorisert markedsplass underlegges krav til ansvarlig kapital som skal være forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av virksomheten i foretaket. Videre foreslås det regler om at børs og autorisert markedsplass skal ha en betryggende beholdning likvider.

Det foreslås at departementet skal kunne gi nærmere regler om beregning mv. av ansvarlig kapital og likvide midler.

1.6 Virksomhetsregler

Departementet legger opp til at børsloven skal være en rammelov som utfylles gjennom forskrifter. En rekke av de EØS-forpliktelser som gjelder på området foreslås å skulle bli ivaretatt i forskrifter. Videre foreslås det at børser og autoriserte markedsplasser til utfylling av børsloven med forskrifter, selv skal fastsette regler og forretningsvilkår om opptak til notering og handel, kursnotering, samt om rettigheter og plikter for utstedere og medlemmer. En rekke av de forhold som i dag er regulert i børsforskriften forutsettes etter forslaget å skulle reguleres i børsenes og markedsplassenes egne regler og forretningsvilkår. Regler og forretningsvilkår som nevnt, og endringer i disse, skal etter forslaget sendes inn til Kredittilsynet. Kredittilsynet skal kunne kreve disse endret dersom de ikke oppfyller lov eller forskrift gitt i medhold av lov.

Det foreslås å lovfeste at børsvirksomhet og virksomhet som autorisert markedsplass skal drives med tilbørlig hensyn til prinsipper om effektivitet, nøytralitet og likebehandling av aktører, samt for å sikre at markedet har god gjennomsiktighet og at kursnoteringen gjenspeiler de noterte instrumentenes markedsverdi. Dette vil få betydning ved tolkningen av de øvrige virksomhetsbestemmelsene og legge en ramme for innholdet i regler og forretningsvilkår fastsatt av børs eller autorisert markedsplass. Det foreslås videre en bestemmelse om at børs og autorisert markedsplass skal ha de systemer for gjennomføring av handel, kursnoteringer, gjennomsiktighet, informasjonsgivning og markedsovervåking som er nødvendig ut fra den måten virksomheten er organisert på.

Det foreslås å videreføre virksomhetsbegrensninger for børs. I tillegg til å drive børsvirksomhet kan foretak med konsesjon som børs etter forslaget drive virksomhet som har naturlig sammenheng med børsvirksomhet og som

ikke svekker tilliten til børsens integritet og uavhengighet. Kredittilsynet skal etter forslaget kunne pålegge børs å drive virksomhet som ikke er børsvirksomhet i eget foretak. Dersom børs driver oppgjørsvirksomhet etter verdipapirhandelloven kapittel 6, må virksomheten drives i eget foretak. Departementet skal imidlertid i forskrift eller enkeltvedtak kunne gjøre unntak fra sistnevnte bestemmelse. Tilsvarende bestemmelser foreslås for autorisert markeds plass.

For børs foreslås det regler om kursnotering, børsmedlemsskap, opptak av finansielle instrumenter til børsnotering, utsteders forpliktelser, herunder opplysningsforpliktelser. Videre foreslås det enkelte sanksjonsregler, regler om suspensjon og handelspause, samt regler om markedsovervåkingen. Disse reglene representerer i stor grad en videreføring av gjeldende rett. Det vil etter forslaget ikke lenger bare være verdipapirforetak som skal kunne tas opp som børsmedlemmer. Etter forslaget vil enhver person og ethvert foretak kunne tas opp som børsmedlem forutsatt at personen/foretaket oppfyller krav til forsvarlig kapital, formålstjenlig organisasjon, tilstrekkelige tekniske systemer og for øvrig anses skikket til å delta i kursnoteringen i forhold til de forpliktelser medlemskapet innebærer. Børsmedlem må videre ha de nødvendige offentlige tillatelser til å drive den virksomhet børsmedlemskapet etter sin art innebærer, og oppfylle betingelser og plikter knyttet til børsmedlemskapet. Vedkommende børs kan selv fastsette strengere krav for opptak av medlemmer enn de som følger av regler gitt i eller i medhold av børsloven.

Kravene for opptak av finansielle instrumenter til børsnotering foreslås med visse endringer videreført.

Det foreslås at børs skal overvåke handelen og kursnoteringene og sørge for at dette skjer i overensstemmelse med lov og forskrifter samt børsens regler og forretningsvilkår. Forslaget er i det vesentlige en videreføring av gjeldende rett. Det foreslås at departementet skal kunne gi nærmere regler om hvordan en børs skal utføre markedsovervåkingen. Videre foreslås det at departementet skal kunne gi regler for børs' medvirkning i myndighetenes tilsyn med verdipapirhandelen.

Departementet foreslår at børs skal kunne kreve at verdipapirsentral og oppgjørssentral uten hinder av taushetsplikt skal gi de opplysninger som er nødvendige for at børsen skal kunne oppfylle sine plikter etter første ledd.

Departementet foreslår at det fastsettes at forvaltningsloven kap. III, IV, V, VI og VIII får anvendelse for nærmere angitte typer avgjørelser som fattes av børs i medhold av børsloven og verdipapirhandelloven. Dette vil gjelde for avgjørelser om opptak av børsmedlem, suspensjon og opphør av børsmedlemsskap, opptak til børsnotering, suspensjon og strykning av finansielle instrumenter fra børsnotering, samt ileggelse av overtredelsesgebyr eller løpende mulkt. Videre vil det gjelde for børsers avgjørelser etter verdipapirhandelloven kapittel 4 om tilbudsplikt og frivillige tilbud ved oppkjøp og verdipapirhandellovens kapittel 5 om prospektkrav ved offentlig tilbud. Det foreslås at departementet skal kunne fastsette nærmere regler om saksbehandlingen.

På en rekke punkter foreslås det at virksomhet som autorisert markeds plass skal være underlagt de samme krav som virksomhet som børs. Dette gjelder blant annet bestemmelser om krav til kursnoteringene, utsteders opplysningsforpliktelser, plikten til å overvåke handelen og kursnoteringene, sus-

pensjon, overtredelsesgebyr og løpende mulkt. Som nevnt ovenfor foreslås det at kriterier for opptak til notering og handel på autorisert markedsplass ikke fastsettes i eller i medhold av børsloven, men at slike kriterier skal fastsettes av markedsplassen selv.

Det foreslås at departementet skal kunne fastsette nærmere regler for organiseringen av autoriserte markedsplasser som utfyller, supplerer eller avviker fra regler gitt i eller i medhold av børsloven. Videre foreslås det at departementet skal kunne fastsette om og i hvilken utstrekning bestemmelsene om verdipapirsentral og oppgjørssentrals opplysningsplikt overfor børs etter børsloven og verdipapirhandelloven skal gis tilsvarende anvendelse i forhold til autoriserte markedsplasser.

Autoriserte markedsplasser kan etter forslaget oppta børsnoterte finansielle instrumenter til notering og handel. Markedsplassen skal i så fall rapportere gjennomførte transaksjoner i slike finansielle instrumenter ved markedsplassen til vedkommende børs etter nærmere regler fastsatt av departementet.

Det foreslås at enkelte av verdipapirhandellovens regler som regulerer forhold knyttet til børsnoterte finansielle instrumenter skal gis tilsvarende anvendelse i forhold til finansielle instrumenter som er tatt opp til notering og handel på autorisert markedsplass. Dette gjelder blant annet regler om ulovlig innsidehandel og kursmanipulasjon.

Administrasjon av ordningen med registrering av prospekter ved tilbud som gjelder verdipapir som ikke er eller søkes børsnotert, foreslås lagt til Foretaksregisteret i stedet for til børs som i dag. Regelverket om tilbudsplikt og frivillige tilbud i verdipapirhandelloven kapittel 4 administreres i dag av børsen. Av hensyn til en enhetlig praktisering av regelverket dersom det opprettes flere børser, foreslås det en hjemmel for departementet til å bestemme at et annet organ skal overta myndigheten som børsen i dag har etter verdipapirhandelloven kapittel 4.

Det foreslås at departementet i forskrift skal kunne fastsette i hvilken utstrekning forvaltningsloven skal gjelde når autorisert markedsplass treffer avgjørelser, samt fastsette nærmere regler om saksbehandlingen.

1.7 Klagenemnd og søksmålsadgang

Departementet foreslår å videreføre ordningen med en egen klagenemnd for vedtak fattet av børs. Etter forslaget kan departementet i forskrift fastsette i hvilken utstrekning avgjørelser truffet av autorisert markedsplass skal kunne bringes inn for klagenemnda.

1.8 Varederivater

Konsesjonsplikten og de forslåtte bestemmelsene i børsloven gjelder etter forslaget bare for markedsplasser for finansielle instrumenter. Med finansielle instrumenter menes i denne sammenheng finansielle instrumenter som definert i verdipapirhandelloven. Dette innebærer at markedsplasser for varederivater i utgangspunktet ikke vil omfattes av børslovens regler, da varederivater ikke faller inn under verdipapirhandellovens definisjon av finansielle instru-

menter. Departementet foreslår at departementet i forskrift skal kunne fastsette at børsloven med forskrifter helt eller delvis skal få anvendelse for foretak som organiserer eller driver et marked for varederivater. Departementet skal etter forslaget også kunne gi regler for slike foretak som utfyller, supplerer eller avviker fra regler gitt i eller i medhold av børsloven.

1.9 Tilsyn og straff

Departementet foreslår at børser og autoriserte markedsplasser underlegges tilsyn av Kredittilsynet. Kredittilsynslovens ordinære regler om tilsyn vil få anvendelse for Kredittilsynets tilsyn med børs og autorisert markedsplass. I tillegg foreslås det enkelte særregler spesielt utformet med tanke på tilsynet med børs og autorisert markedsplass. Blant annet foreslås det opplysningsplikt overfor Kredittilsynet for utstedere og børsmedlemmer.

Det foreslås en videreføring av gjeldende straffebestemmelser, med visse justeringer blant annet for å hensynta at også virksomhet som autorisert markedsplass etter forslaget vil være konsesjonspliktig.

1.10 Omdannelse av eksisterende børs til allmennaksjeselskap

Som nevnt vil Oslo Børs måtte omdanne seg til allmennaksjeselskap. Omdanning foreslås å skulle skje ved at børsens eiendeler og forpliktelser overføres til et nystiftet allmennaksjeselskap. Aksjene skal legges ut for offentlig salg til høystbydende. Formuen som oppstår ved salget av aksjene skal overføres til staten, og den selveiende institusjon skal avvikles.

1.11 Andre endringer i kredittilsynsloven, verdipapirhandelloven og finansieringsvirksomhetsloven

Forslagene til endringer i kredittilsynsloven behandles i punkt 15.1 og 15.3 i proposisjonen. Forslagene tar dels sikte på å klargjøre eller presisere loven ut fra den lovforståelse som i praksis er lagt til grunn i tilsynsarbeidet. Dels tar forslagene sikte på å bedre Kredittilsynets muligheter til å drive et effektivt tilsyn og å sørge for at institusjonene faktisk følger de regler og holder seg innenfor de rammer som er satt for virksomheten.

I punkt 15.1.3 foreslås at Kredittilsynet gis et utvidet grunnlag for å pålegge en institusjon å rette på et forhold, slik at pålegg om retting kan gis også når institusjonen har overtrådt konsesjonsvilkår eller interne retningslinjer. Videre foreslås i punkt 15.1.4 en presisering av hva slags materiale som omfattes av institusjonenes opplysningsplikt overfor Kredittilsynet. Det foreslås at Kredittilsynet skal kunne kreve slikt materiale utlevert for kontroll. Videre foreslås det at Kredittilsynet skal kunne bestemme hvordan rapportering fra institusjonene skal skje. I punkt 15.1.5 foreslås enkelte redaksjonelle endringer i tilsynsloven § 4, som gir en oppregning av hva slags pålegg Kredittilsynet kan gi de institusjoner det har tilsyn med. Endelig foreslås i punkt 15.1.6 en lovendring som presiserer at Kredittilsynets pålegg overfor institusjonene er grunnlag for krav om dagmulkt, enten pålegget er gitt med hjemmel i kredittilsynsloven eller annen lov. I punkt 15.3 foreslås det å endre bestemmelsen om utligning av Kredittilsynets utgifter på tilsynsenhetene for

å unnta regnskapsførere mv. fra utligningen av utgiftene ved tilsynet med overholdelse av de alminnelige regler om verdipapirhandel.

Det foreslås en ny bestemmelse i finansieringsvirksomhetsloven for å gi hjemmel til å fastsette regler som begrenser kredittinstitusjoners adgang til å bruke opplysninger om sikringsordninger i sin markedsføring. Den foreslåtte endring er en oppfølging av Norges forpliktelser etter EØS-avtalen.

Det foreslås en endring i verdipapirhandelloven for å åpne for at ansatte i Folketrygdfondet skal kunne delta i investeringsbeslutninger som gjelder et selskap hvor vedkommende sitter i bedriftsforsamlingen.

2 Bakgrunn for lovforslaget

2.1 Børslovutvalget

2.1.1 Børslovutvalget - oppnevning og mandat

Børslovutvalget ble oppnevnt ved kongelig resolusjon 6. juni 1997. Utvalget ble gitt følgende mandat.

«Utvalget skal utrede alternative modeller for organisering av børsvirksomhet.

Utvalget skal ta utgangspunkt i at det er behov for en effektiv og velorganisert markedsplass i Norge. Alternative modeller for organisering av børsvirksomhet skal vurderes på bakgrunn av den konkurransesituasjonen som foreligger og den konkurransen som i fremtiden kan forventes mellom ulike lands markedsplasser. Utvalget skal ved disse vurderingene ta hensyn til de konkurransemessige endringer reglene i EØS-avtalen som svarer til investeringstjenestedirektivet, og nasjonal gjennomføring av disse, vil medføre når det gjelder megler tjenester. Utvalget skal også ta hensyn til den betydning den teknologiske utviklingen vil ha for utviklingen av børsvirksomhet, herunder problemstillinger knyttet til grenseoverskridende virksomhet.

Utvalget skal vurdere hvilken betydning alternative organisasjonsmodeller bør ha mht. hvilke oppgaver en børs skal dekke, herunder kontrollkompetanse og regelkompetanse. Utvalget skal videre vurdere hvilke konsekvenser alternative modeller bør ha for tilsynet med en børs' virksomhet.

Utvalget skal redegjøre for de regelendringer som i hovedtrekk anses nødvendig for å gjennomføre alternative modeller for organisering av børsvirksomhet.

Utvalget skal utrede de økonomisk-administrative konsekvenser av de forslag som fremmes.

Utvalget skal avgi sin innstilling senest innen 31. desember 1998.

Finansdepartementet kan gjøre endringer, utdypinger og tillegg i mandatet.»

Utvalget hadde følgende medlemmer:

- Advokat Marius Ryel (leder)
- Direksjonssekretær Alexandra Bech (Næringslivets Hovedorganisasjon)
- Ekspedisjonssjef Jan Bjørland (Finansdepartementet)
- Avdelingsdirektør Eirik Bunæs (Kredittilsynet)
- Børsdirektør Kjell Frønsdal (Oslo Børs)
- Finansdirektør Mai-Lill Ibsen (Den norske Bankforening og Sparebankforeningen i Norge)
- Administrerende direktør Per Broch Mathisen (Norges Fondsmeglerforbund)
- Direktør Norunn Dale Seland (Verdipapirsentralen)
- Rådgiver Brit Fjogstad Selnes (Norges Bank)
- Ekspedisjonssjef Asta Tjølsen (Nærings- og handelsdepartementet)
- Administrerende direktør Nigel Wilson (Verdipapirfondenes Forening)
- Administrerende direktør Bjørn O. Øiulfstad (Norsk Oppgjørssentral)

ASA)

Direksjonssekretær Alexandra Bech og administrerende direktør Nigel Wilson ble oppnevnt som medlemmer i utvalget 19. desember 1997. På grunn av utenlandsopphold har avdelingsdirektør Tom Hugo-Sørensen møtt i utvalget for ekspedisjonssjef Asta Tjølsen fra august 1998.

Utvalgets sekretærer var advokat Atle Degré (Oslo Børs) og rådgiver Kjell R. Hannevik (Kredittilsynet).

Børslovutvalget avga sin innstilling til Finansdepartementet 15. desember 1998. Utredningen er trykket som NOU 1999:3 Organisering av børsvirksomhet m.m.

2.1.2 Høringsuttalelser

Lovutvalgets utredning ble sendt på høring ved Finansdepartementets brev av 11. februar 1999. Høringsfristen ble satt til 15. mai 1999. Følgende høringsinstanser har hatt merknader til utvalgets utredning:

- Arbeids- og administrasjonsdepartementet
- Brønnøysundregistrene
- Den norske Bankforening
- Folketrygdfondet
- Justisdepartementet
- Konkurransetilsynet
- Kredittilsynet
- Landsorganisasjonen i Norge
- Nord Pool ASA
- Norges Bank
- Norges Fondsmeglerforbund
- Norges Forsikringsforbund
- Norges Rederiforbund
- Norsk Oppgjørsentral ASA
- Næringslivets Hovedorganisasjon
- Nærings- og handelsdepartementet
- Olje- og energidepartementet
- Oslo Børs
- Skattedirektoratet
- Sparebankforeningen i Norge
- Statistisk Sentralbyrå
- Sysselmannen på Svalbard
- Verdipapirfondenes Forening
- Verdipapirsentralen

Følgende instanser har ikke gitt merknader til utredningen:

- Aksjesparerforeningen i Norge
- Banklovkommisjonen
- Barne- og familiedepartementet
- Bedriftsøkonomisk Institutt
- Datatilsynet
- David Forsikring
- Den norske Advokatforening
- Det juridiske Fakultet, Universitetet i Oslo
- Det juridiske Fakultet, Universitetet i Bergen

- Det juridiske Fakultet, Universtetet i Tromsø
- Finansforbundet
- Finansieringsselskapenes forening
- Fiskeridepartementet
- Fokus Livsforsikring AS
- Forbrukerombudet
- Forbrukerrådet
- Forbrukersamvirket
- Forsikringsfunksjonærenes Landsforbund
- Forsvarsdepartementet
- Handelsbanken Liv
- Kirke-, utdannings- og forskningsdepartementet
- Kommunal- og regionaldepartementet
- Kommunenes Sentralforbund
- Kulturdepartementet
- Landbruksdepartementet
- Likestillingsombudet
- Miljøverndepartementet
- Norges Handelshøyskole
- Norges Juristforbund
- Norges Registrerte Revisorers Forening
- Norges Skatterevisorers Landsforening
- Norges Statsautoriserte Revisorers Forening
- Norsk Investorforum
- Norske Assurandørers Forbund
- Norske Finansanalytikerers Forening
- Norske Finansmegleres Forening
- Norske Forsikringsmegleres Forening
- Norske Kredittopplysningsbyråers Forening
- Norske Liv AS
- Postbanken
- Regjeringsadvokaten
- Samferdselsdepartementet
- Sosial- og helsedepartementet
- Stortingets ombudsmann for forvaltningen
- Utenriksdepartementet
- Yrkesorganisasjonenes Sentralforbund

Oslo Børs har avgitt en supplerende høringsuttalelse i brev av 18. januar 2000 til Finansdepartementet.

Høringsinstansene er i hovedsak positive til Børslovutvalgets forslag og vurderinger.

2.2 Varederivatutvalget

2.2.1 Varederivatutvalget - oppnevning og mandat

Finansdepartementet oppnevnte 25. september 1998 et utvalg - varederivatutvalget - som skulle utrede spørsmålene om regulering av varederivater. Utvalgets mandat var utformet slik i Finansdepartementets brev av 7. juli 1998 til blant annet Olje- og energidepartementet::

«Arbeidsgruppe - regulering av handel i varederivater.

Verdipapirhandellovutvalget har i NOU 1996:2 blant annet vurdert om det bør innføres en generell regulering av formidling av varederivater. Utvalget fant på bakgrunn av de ulike hensyn i ulike markeder, ikke grunn til å foreslå at formidling av varederivater skulle anses som konsesjonspliktig ytelse av investeringstjenester. Etter utvalgets syn burde spørsmålet om konsesjonsplikt og vilkår for konsesjon, vurderes på bakgrunn av de konkrete markeder, herunder de særlige regler som gjelder den aktuelle vare derivatene er basert på. Ettersom erfaringene med varederivatmarkedet i Norge er begrenset, antok utvalget at en slik utredning mest hensiktsmessig kunne foretas med utgangspunkt i de erfaringer som opparbeides i forbindelse med kraftderivatmarkedet, og på bakgrunn av de særlige hensyn energiloven skal ivareta.

I Ot.prp. nr. 29 (1996-97) om lov om verdipapirhandel uttaler Finansdepartementet blant annet at det bør foretas en nærmere utredning av hvilke særlige behov som foreligger i et varederivatmarked, og hvilke tilpasninger i forhold til de regler som gjelder for verdipapirmarkedet som på denne bakgrunn er nødvendige.

I Innst. O. nr. 83 (1996-97) tar Finanskomiteens flertall departementets standpunkt til etterretning. Flertallet forutsatte videre at departementet i forbindelse med fremleggelse av Nasjonalbudsjettet 1998 redegjør for varederivatenes omfang og betydning i Norge. En slik redegjørelse ble gitt i Nasjonalbudsjettet 1998 (St.meld. nr. 1 (1997-98)).

På bakgrunn av ovennevnte har Finansdepartementet besluttet å nedsette en arbeidsgruppe som skal utrede spørsmålene om regulering av varederivater nærmere. Arbeidsgruppen gis følgende mandat:

«Arbeidsgruppen skal gjøre rede for handel med varederivater i Norge, herunder en beskrivelse av ulike aktører og markedsplasser. Beskrivelsen bør også omfatte oppgjørsvirksomhet i varederivatmarkedet.

Videre skal arbeidsgruppen vurdere behov for offentligrettslig regulering av handel i varederivater og av oppgjørsvirksomhet i tilknytning til slik handel.

Endelig skal arbeidsgruppen utforme et konkret forslag til regelverk på dette området.»»

Utvalget hadde følgende medlemmer:

- Fagdirektør, dr. polit, Gunnvald Grønvik, Norges Bank (leder)
- Avdelingsdirektør, dr. oecon. Morten Berg, Konkurransetilsynet
- Partner Heidi Hjellestad, Bergen Energi (etter forslag fra Kraftmeglerforbundet i Norden)
- Førstekonsulent Tore Mydske, Finansdepartementet
- Avdelingsleder Dag Erik Rasmussen, Oslo Børs
- Seniorskonsulent Anneli Raadim, Norsk Oppgjørssentral ASA
- Spesialrådgiver Kjersti Tøgard Trøbråten, Kredittilsynet
- Rådgiver Lasse Vannebo, Olje- og energidepartementet
- Økonomidirektør Linda Virkesdal, Nord Pool ASA

Den 22. januar 1999 ble advokat Mette Petersen, Christiania Bank og Kreditkasse ASA, oppnevnt som medlem av utvalget etter henstilling fra Den norske Bankforening. På grunn av tiltredelse i ny stilling ble Lasse Vannebo ved Finansdepartementets brev av 14. mars 1999 erstattet av førstekonsulent Trond Ulven Ingvaldsen fra Olje- og energidepartementet. På grunn av svan-

gerskapspermisjon ble Kjersti Tøgard Trøbråten erstattet av rådgiver Trine-Lise Novsett i Kredittilsynet fra 22. mars 1999. Utvalgets sekretærer var førstekonsulent Ellen Jakobsen, Kredittilsynet og spesialrådgiver Jo Forfang, Norges Bank.

Varederivatutvalgets innstilling ble overlevert 28. september 1999. Innstillingen er trykket som NOU 1999:26 Varederivater.

2.2.2 Høringsuttalelser

Varederivatutvalgets innstilling ble sendt på høring ved Finansdepartementets brev av 26. november 1999. For den delen av forslaget fra varederivatutvalget som omfatter regler om markedsplass for varederivater og forholdet til Børslovutvalgets utredning NOU 1999:3 ble høringsfristen satt til 21. januar 2000.

Følgende høringsinstanser har hatt merknader til denne delen av forslaget:

- Energiforsyningens felles organisasjon
- Energiverkenes Landsforening
- Enron Nordic Energy
- Finansnæringens hovedorganisasjon
- Kredittilsynet
- M3 Kraft AS
- Nord Pool ASA
- Norges Bank
- Norges Vassdrags- og energidirektorat (NVE)
- Norsk Oppgjørssentral ASA
- Olje- og energidepartementet
- Statistisk Sentralbyrå
- Statkorn AS
- Statkraft SF
- Svenska Kraftverks föreningen Sveriges El Leverantörer

Følgende høringsinstanser har ikke gitt merknader til forslaget:

- Aksjesparerforeningen i Norge
- Arbeids- og administrasjonsdepartementet
- Barne- og familiedepartementet
- Bergen Energi AS
- CBF Energimegling AS
- David Forsikring
- Den norske Advokatforening
- Den norske Bankforening
- Den norske Revisorforening
- Elkem ASA Energi
- Finansforbundet
- Finansieringsselskapenes forening
- Fiskeridepartementet
- Folketrygdfondet
- Forbrukerombudet
- Forbrukerrådet
- Forsvarsdepartementet
- FøreningsSparbanken AB, Swedbank Markets
- Handels- og Servicenæringenes Hovedorganisasjon

- Handelsbanken Liv
- Handelshøyskolen BI
- HWh Energimegling AS
- Justis- og politidepartementet
- Kirke-, utdannings- og forskningsdepartementet
- Kommunal- og regionaldepartementet
- Kommunenes Sentralforbund
- Konkurransetilsynet
- Kulturdepartementet
- Landbruksdepartementet
- Landslaget for Regnskapskonsulenter
- Landsorganisasjonen i Norge
- Landssamanslutninga av vasskraftkommunar
- Markedskraft AS - Megling
- Markedsrådet Nord Pool ASA
- Miljøverndepartementet
- Nordisk Krafthandlerforening
- Norges Autoriserte Regnskapsføreres Forening
- Norges Bondelag
- Norges Fondsmeglerforbund
- Norges Forsikringsforbund
- Norges Handelshøyskole
- Norges Rederiforbund
- Norsk Hydro ASA
- Norsk Investorforum
- Norsk Kraftmegling
- Norske Finansanalytikerers Forening
- Norske Finansmegleres Forening
- Norske Liv AS
- Norwegian Energy Brokers
- Nærings- og handelsdepartementet
- Næringslivets Hovedorganisasjon
- Oljeindustriens Landsforening
- Oslo Børs
- Postbanken
- Prebon Energy AS
- Premium Forvaltningssystemer AS
- Prime Energy Brokers AS
- Riksrevisjonen
- Samferdselsdepartementet
- Skandinavisk Kraftmegling AS
- Skandinaviske Enskilda Banken (SEB)
- SKM Energy Brokers
- Sosial- og helsedepartementet
- Statnett SF
- Statnettkundenes Fellesorganisasjon
- Statoil ASA
- Utenriksdepartementet
- Verdipapirfondenes Forening
- Verdipapirsentralen
- ØKOKRIM

2.3 Relevante EØS-regler

Lovforslaget bygger blant annet på Norges forpliktelser etter reglene i EØS-avtalen. Det følgende er en kort redegjørelse for de mest sentrale direktivene i forbindelse med regulering av børsvirksomhet.

Rådsdirektiv (Rdir.) 93/22/EØF om investeringstjenester i forbindelse med verdipapirer (ISD) fastsetter regler for godkjenning av og virksomheten til investeringsforetak, i Norge kalt verdipapirforetak. ISD inneholder også visse regler av direkte betydning for børser og andre «regulerte markeder», blant annet inneholder direktivets artikkel 1 nr. 13 en definisjon av hva som anses som et regulert marked. I artikkel 16 er medlemstatene pålagt å utarbeide en liste over de regulerte markeder som er etablert i det enkelte medlemsland. Marked som ikke er regulerte faller utenfor ISD's virkeområde. Hovedformålet med ISD er å innføre prinsippene om gjensidig anerkjennelse av hjemlandskontroll med investeringsforetak, samt å liberalisere adgangen til å bli medlem av børser og andre regulerte markeder i de enkelte medlemsland.

Rdir. 79/279/EØF om samordning av vilkårene for opptak av verdipapirer til offisiell notering på en fondsbørs (opptaksdirektivet) inneholder de krav et selskap og dets verdipapirer skal oppfylle for at selskapets verdipapirer skal kunne opptas til offisiell notering på en fondsbørs i et eller flere medlemsland, samt de plikter som påhviler utsteder så lenge vedkommendes verdipapir er notert. Direktivets vedlegg A og B fastsetter vilkår for opptak av henholdsvis aksjer og obligasjoner til offisiell notering på en fondsbørs. Av vedlegg C og D fremgår det hvilke plikter som påhviler en utsteder hvis henholdsvis aksjer og obligasjoner er opptatt til offisiell notering. Formålet med direktivet er å gi investorene ensartede garantier i de forskjellige medlemsstatene, og å lette opptak til offisiell notering av verdipapirer fra andre medlemsstater, eller på flere fondsbørser. De krav som opptaksdirektivet stiller til søkeren og de aktuelle verdipapirene er minimumskrav. Det kan settes strengere krav nasjonalt, forutsatt at reglene ikke diskriminerer med hensyn til nasjonalitet.

Rdir. 82/121/EØF om regelmessig informasjon som skal offentliggjøres av selskaper hvis aksjer er opptatt til offisiell notering på en fondsbørs (halvårsrapportdirektivet) regulerer hvilke halvårsrapporter de børsnoterte selskapene skal offentliggjøre. Kravene gjelder også foretak som ikke har aksjer notert på børsen, men som ligger til grunn for «børsnoterte aksjesertifikater», for eksempel depotbevis. Utstedere av andre finansielle instrumenter er ikke pålagt tilsvarende krav. (Krav til avleggelse av helårsregnskap er regulert gjennom selskapsdirektivene.) Direktivet stiller minimumskrav, og er således ikke til hinder for at det for eksempel stilles krav om kvartalsvis offentliggjøring av regnskaper. Det har innen en del EØS-land imidlertid vært drøftet om direktivet er til hinder for tertialvis offentliggjøring.

Rdir. 80/390/EØF om samordning av kravene til utforming, kontroll og spredning av prospekter som skal offentliggjøres i forbindelse med opptak av verdipapirer til offisiell notering på en fondsbørs (prospektdirektivet), med endring i henhold til Rdir. 87/345/EØF, Rdir. 90/211/EØF og Rdir. 94/181/EØF, harmoniserer hvilke krav som skal stilles til et prospekt i forbindelse med at et verdipapir ønskes tatt opp til offisiell notering på fondsbørs innenfor EØS. Direktivet fastsetter også prinsipper om grenseoverskridende anerkjen-

nelse av prospekter når disse er godtatt av en fondsbørs (eller «vedkommende myndighet») i EØS. Direktivet tar sikte på å etablere en minimumsstandard for den informasjon offentligheten skal motta. Dette direktivet er gitt forrang i forhold til Rdir. 89/298/EØF om samordning av kravene til utforming, kontroll og spredning av det prospekt som skal offentliggjøres når verdipapirene legges ut til offentlig tegning, der det gis regler om offentlige tilbud om tegning eller erverv av verdipapirer i forbindelse med verdipapirer som søkes børsnotert. Sistnevnte direktiv setter krav til utforming, kontroll og spredning av det prospekt som skal offentliggjøres når verdipapirer legges ut til offentlig tegning og ved første gangs salg, og gjelder både noterte og unoterte verdipapirer, men da med ulike krav.

Rdir. 88/627/EØF om opplysninger som skal offentliggjøres ved erverv eller avhendelse av en betydelig eierandel i et børsnotert selskap (flaggingsdirektivet), setter krav til opplysninger som skal offentliggjøres ved erverv eller avhendelse av en betydelig eierandel i et selskap hvis aksjer er offisielt notert på én eller flere fondsbørser.

Rdir. 89/592/EØF om samordning av bestemmelsene om innsidehandel (innsidehandeldirektivet), stiller krav om at medlemslandene med visse avgrensninger skal forby personer å handle med verdipapirer på bakgrunn av innsideinformasjon, å bringe slik informasjon videre og å gi råd basert på slik informasjon. Innsidehandeldirektivet knytter seg til verdipapirer som er «opptatt til omsetning på et regulert marked som er under tilsyn av organer godkjent av de offentlige myndigheter, som fungerer regelmessig, og som direkte eller indirekte er tilgjengelig for offentligheten». Det må antas at verdipapirer som omsettes på et «regulert marked» i henhold til ISD, vil omfattes av dette direktivet. Dette innebærer at direktivets krav til minimumsregulering av innsidehandel må oppfylles og gjøres gjeldende ikke bare for børsnoterte verdipapirer, men også for verdipapirer som handles på et «regulert marked».

Utvalget peker på at ovennevnte børsdirektiver særlig har to hovedformål: gjennom harmonisering og gjensidig anerkjennelse av prospekter, regnskaper osv. ønsker man å gi foretak mulighet for å fremskaffe kapital på flere markeder og for således å redusere de omkostninger som er forbundet med å reise kapital internasjonalt. Videre er det meningen at børsdirektivene ved fastsettelse av minimumsregler om betingelser for børsnotering og om utstедers opplysningsplikt skal beskytte investorene og forbedre mulighetene for å foreta investeringer på tvers av landegrensene.

3 Generelt om regulering av børser og andre markedsplasser

Verdipapirmarkedets hovedoppgave i samfunnsøkonomien er å formidle kreditt og egenkapital. Dette bidrar til kapitaloppbyggingen i samfunnet, og til at kapitalen kanaliseres dit den kaster mest av seg. Verdipapirmarkedet bidrar således til økt effektivitet i fordelingen av samfunnets ressurser. I NOU 1995:1 «Investeringsforetak», som det vises til i NOU 1999:3 på side 24, beskrives videre verdipapirmarkedets samfunnsøkonomiske rolle slik:

«En helt generell innledning om verdipapirmarkedenes samfunnsmessige betydning kunne ta utgangspunkt i en økonomi med penger (sedler og mynt) som eneste finansobjekt. I en slik økonomi kan konsumenten bruke løpende inntekt til forbruk, realinvesteringer eller finansinvesteringer i form av penger (på kistebunnen). Konsumenter og produsenter kan i en slik økonomi ikke gjennomføre realinvesteringer uten basis i forutgående eller samtidig inntekt. Dersom en i en slik økonomi introduserer finansielle fordringer mellom entreprenøren og konsumenten, enten direkte eller gjennom finansielle mellommenn, gir dette nye muligheter. Konsumenten får tilgang til et nytt (rentebærende) finansielt plasseringsalternativ og private entreprenører får adgang til å gjennomføre lånefinansierte investeringer. Dette framskynder både boligprosjekter og investeringer i produksjonsutstyr, og det bedrer dermed kapitalakkumuleringen i økonomien. Kreditt innen publikumssektoren blir først allment tilgjengelig når det håndteres av et utviklet kredittformidlingssystem (det vil særlig si banker) med tilstrekkelig tillit. Virkelig store og risikable investeringer vil det imidlertid være vanskelig å finansiere for en enkelt bank. Risikable prosjekter kan finansieres ved egenkapital der private går sammen med begrensede andeler, og store prosjekter ved at långivere (inklusive banker) yter hver sin del av lånet.

Oppdeling i andeler gjør det mulig med større prosjekter fordi investeringer og risiko kan deles. Standardisering av eierdeler til aksjer og av låneandeler til obligasjoner kan gjennomføres. Standardisering til verdipapirer kan bringe kostnadene ned ettersom slike eier- og låneandeler kan omsettes i annenhåndsmarkeder når det foreligger tilstrekkelig allment tilgjengelig informasjon.

Verdipapirmarkedets spesifikke rolle er altså å effektivisere utstedelse og omsetning av eierandeler i selskapene, - dvs aksjer m.v. finansielle fordringer, - dvs. obligasjoner mv. ved at aksjer og fordringer standardiseres i form av verdipapirer, og omsetningen organiseres og sentraliseres på en felles markedsplass.

Via verdipapirmarkedet kan mange, i prinsippet en ubestemt krets, bli deleiere i samme foretak på standardiserte vilkår, dvs. som aksjonærer. På samme måte kan en ubestemt krets bli långivere til samme låntaker, på standardiserte vilkår, dvs. som obligasjonseiere mv. Aksjonærer og obligasjonseiere kan dessuten omsette andelene i annenhåndsmarkedet, i prinsippet til hvem som helst og uten at det skjer noen nærmere avtale med selskapet eller med låntakeren som har utstedt verdipapiret.

Vi kan dermed alt i alt identifisere tre kilder til samfunnsøkonomiske gevinster. Kreditt i privat sektor fremmer kapitalakkumuleringen, oppdeling av prosjektene muliggjør store og risikable prosjekter, og

standardisering av fordringene til verdipapirer reduserer formidlingskostnadene.»

En velorganisert markedsplass, som for eksempel børs eller autorisert markedsplass, er nødvendig blant annet for å skape tillit til markedet og bidra til økt effektivitet i transformasjonen av sparing til investeringer, ved at kostnadene i formidlingsprosessen til de utvalgte prosjekter holdes nede.

I NOU 1999:3 er det gitt en oversikt over historisk utvikling når det gjelder regulering av børsvirksomhet i Norge. Den første børslov ble vedtatt i 1818 og året etter ble det opprettet børser i Christiania og Trondheim. I denne tidlige fasen hadde børsen som hovedoppgave å være et samlingssted for de handlende, herunder forestå auksjoner av kjøpmannsvarer, skip og skipsparter, samt å notere kurser på utenlandsk valuta. Med hjemmel i børsloven ble det etterhvert opprettet børser i flere av de store byene. Når det gjelder børsenes rolle som markedsplass for verdipapirer heter det blant annet i utredningen (NOU 1999:3 side 20):

«Fra begynnelsen av 1880 årene utviklet Oslo Børs seg også til et organ for notering og omsetning av verdipapirer. Inntil da hadde aksjer og obligasjoner vært lite utbredt i Norge. Utviklingen innen den private økonomiske virksomhet skapte imidlertid etter hvert et økt kapitalbehov. Denne kapital kunne ikke lenger skaffes til veie innen små lukkede kretser som tidligere. Gjennom å åpne adgang for tegning av aksjer for den større allmennhet samt opptak av obligasjonslån, kunne man i større grad tilfredsstille det økte behov for kapital som næringslivet nå fikk. Dermed oppsto også behovet for en ordnet emisjonsvirksomhet, noe som dannet bakgrunnen for etableringen av fondsbørsen. Verdipapirnoteringer ved Oslo Børs tok til den 1. mars 1881. Virksomheten var til å begynne med meget beskjeden med notering én gang i måneden. Etter hvert som virksomheten økte meldte behovet for regler på området seg. Det ble fastsatt regler for kursnoteringene og også stilt krav til de noterte selskaper om å offentliggjøre sine regnskaper.

Ved siden av Oslo Børs ble det også etablert fondsbørser ved Bergen Børs, Trondheim Børs og Christiansands Børs. Virksomhetene var her av mer beskjeden karakter og omfang enn ved Oslo Børs. Den besto hovedsakelig av notering av kurser på lokale verdipapirer.»

Fra midten av 1970-tallet ble det ikke lenger foretatt notering av varepriser på børsene. Fra 1991 har Oslo Børs vært eneste børs i Norge. Samme år opphørte notering av valuta på Oslo Børs. Det drives i dag kun virksomhet knyttet til omsetning og notering av finansielle instrumenter på Oslo Børs.

Oslo Børs utgjør i dag en viktig del av infrastrukturen for handelen med finansielle instrumenter i Norge. Andre sentrale institusjoner er Verdipapirsentralen (VPS) og Norsk Oppgjørssentral ASA (NOS).

VPS er rettighetsregister og avregningssentral for verdipapirer, opprettet ved og regulert av lov 14. juni 1985 nr. 62 om Verdipapirsentral. VPS er organisert som en selveiende institusjon. Som hovedregel er det pliktig registrering i VPS for aksjer og tegningsretter utstedt av allmennaksjeselskap, grunnfondsbevis notert på norsk børs og norske ihendehaverobligasjoner og sertifikater. Det samme gjelder for opsjoner, terminer, fremtidige renteavtaler, bytteavtaler og pengemarkedsinstrumenter som kursnoteres på norsk børs. Finansielle instrumenter som ikke er registreringspliktige kan registreres i

VPS. Ved enhver eieroverdragelse av VPS-registrerte verdipapirer, må overdragende investor besørge registrering slik at ny eier oppnår rettsvern og utsteders eierregister blir ajourført. Levering av finansielle instrumenter mot samtidig betaling skjer i verdipapiroppgjørssystemet (VPO) ved at det foretas et pengeoppgjør og et verdipapiroppgjør. VPS utfører verdipapiroppgjøret. VPS foretar dessuten pengeavregning mellom de sentrale deltakerne. Pengeoppjøret mellom deltakerne i VPO skjer gjennom Norges Bank. VPS slutfører verdipapiroppjøret når Norges Bank har akseptert pengeoppjøret. Der som handelen går utenom verdipapirforetak vil partene avtale pengeoppjøret seg i mellom. Slike transaksjoner gjennomføres uten at det skjer noe pengeoppgjør i VPO.

NOS driver oppgjørsvirksomhet etter reglene i verdipapirhandeloven kapittel 6. Med oppgjørsvirksomhet menes yrkesmessig virksomhet som består i å tre inn som part eller på annen måte garantere for oppfyllelse av avtaler som gjelder handel med forskjellige typer derivatkontrakter og forpliktelser vedrørende lån av finansielle instrumenter, jf. verdipapirhandeloven § 1-6. Virksomhet som oppgjørssentral er nærmere regulert i verdipapirhandeloven kapittel 6. I utredningen er NOS' virksomhet nærmere beskrevet. Det heter blant annet (NOU 1999:3 side 99):

«NOS er motpart i derivatkontraktene, d v s at NOS er kjøper overfor hver selger og selger overfor hver kjøper. NOS garanterer motpartene innfrielse etter derivatkontraktenes vilkår og har et omfattende sikkerhetsnett for å håndtere denne funksjonen. Det omfatter beregning av sikkerhetskrav og innkreving av sikkerheter fra NOS' motparter i form av kontanter og pant i verdipapirer. Videre omfatter det håndtering av avregning og oppgjør som sikrer levering av rettigheter og papirer mot betaling, d v s basert på prinsippet om ytelse mot ytelse.

NOS tilbyr i dag clearingstjenester knyttet til tre kategorier av finansielle instrumenter og transaksjoner med slike. Disse er børsnoterte derivatkontrakter, ikke-børsnoterte derivatkontrakter og lån av finansielle instrumenter. Clearingen av børsnoterte derivater innbefatter opsjoner, futures og forwards handlet på Oslo Børs. Videre utfører NOS oppgjørsvirksomhet knyttet til handel med opsjoner og terminer som ikke er børsnoterte. Slik clearing skjer på frivillig basis fra verdipapirforetakene og deres kunder. NOS sin oppgjørsvirksomhet omfatter også lån av verdipapirer, jf verdipapirhandeloven §§ 8-8 og 1-6. I september 1997 ble låneordningen for market-makers utvidet til en generell låneordning rettet mot verdipapirforetakene og deres kunder.»

Forholdet mellom Oslo Børs', VPS' og NOS' arbeidsoppgaver kan illustreres med følgende kortfattede beskrivelse av verdipapirkjeden, gitt av utvalget i utredningen punkt 4.2 (NOU 1999:3 side 25):

«Utstedere som ønsker offentlig omsetning av sine aksjer eller lån kan la disse notere på børsen. Ved notering registreres fortløpende handelsdata for alle transaksjoner i de noterte instrumenter. Investorer som ønsker å kjøpe eller selge børsnoterte verdipapirer vil normalt kontakte et verdipapirforetak, som finner motpart til den aktuelle transaksjon. Verdipapirforetaket vil finne motparten i sitt nettverk av øvrige kunder, eller gjennom børsens handelssystem. Når motparten er identifisert, registreres handelen i børsens handelssystem. Deretter går transaksjonen til oppgjør i Verdipapirsentralen for verdipapiropp-

gjøret og Norges Bank for pengeoppgjøret. Dersom handelen gjelder børsnoteerte derivater, skal den cleares i oppgjørssentralen.»

Som nevnt ovenfor er børs en viktig del av infrastrukturen for handelen med finansielle instrumenter. I mandatet for børslovutvalget går det frem at utvalget skulle «ta utgangspunkt i at det er behov for en effektiv og velorganisert markedsplass i Norge». Utvalget har i kapittel 4 og 5 om henholdsvis behovet for et effektivt og velfungerende marked for verdipapirer i Norge og samfunnsøkonomiske sider ved børsvirksomhet og verdipapirmarkedet, lagt vekt på tre grunnleggende hensyn bak dette behovet:

- Kilde for risikokapital til norsk næringsliv
- Tillitvekkende infrastruktur for investeringer i verdipapirer
- Forvaltning av finansielle ressurser som næring; vedlikehold og oppbygging av nasjonal kompetanse

Den finansielle sektoren spiller en nøkkelrolle i den moderne økonomien. Næringen formidler betalinger, transformerer sparing til investeringer og bidrar til å spre finansiell risiko. Børslovutvalget legger vekt på behovet for et finansmarked som finansieringskilde for nasjonalt næringsliv, særlig for tilgangen til risikokapital. Kanalisering av kapital fra långivere til låntakere har tradisjonelt foregått via finansinstitusjonene og verdipapirmarkedet, og det går frem av forslaget til formålsbestemmelse i utkastet til ny børslov at loven skal «legge til rette for effektive, velordnede og tillitvekkende markeder for finansielle instrumenter».

I verdipapirmarkedet omsettes finansielle instrumenter. Markedet kan deles inn i ulike delmarkeder, og hvor de ulike instrumentene benyttes. Vanligvis skilles det mellom egenkapitalmarkedet, som omfatter aksjer og grunnfondsbevis, og fremmedkapitalmarkedet, der obligasjoner og sertifikater er sentrale instrumenter. I tillegg inkluderes normalt derivatmarkedet (et marked for instrumenter avledet av verdipapirer eller andre finansielle fordringer) i forståelsen av verdipapirmarkedet.

Egenkapital- og fremmedkapitalmarkedet kan ytterligere deles opp i to ulike nivåer. Utgangspunktet for all videre omsetning av finansielle instrumenter i disse delmarkedene gjøres i førstehåndsmarkedet som er markedet for nyutstedte egen- og fremmedkapitalinstrumenter. I førstehåndsmarkedet for aksjer og grunnfondsbevis kanaliseres risikokapital til foretakene. I annenhåndsmarkedet kjøpes og selges de tidligere utstedte verdipapirene slik at de avspeiler forventet avkastning og risiko. Tilsvarende kanaliserer førstehåndsmarkedet for obligasjoner og sertifikater lånekapital til næringslivet og det offentlige. Disse instrumentene er også gjenstand for omsetning i annenhåndsmarkedet.

Stor aktivitet i aksje- og obligasjonsmarkedet er av betydning for både utstedere og investorer. Det er viktig at verdipapirmarkedet fungerer slik at investorer kan gå ut av posisjoner de har gått inn i. En slik trygghet vil resultere i en lavere likviditetspremie som medfører at investorer forlanger en lavere kapitalavkastning enn vedkommende ellers ville ha gjort, og at utstedere tilsvarende kan tilby lavere kapitalavkastning og således redusere sine finansieringskostnader.

Som børslovutvalget trekker frem er tillit til at alle investorer kan treffe sine investeringsbeslutninger på like vilkår viktig for tilgangen av kapital til

verdipapirmarkedet. Investorene må blant annet ha tillit til at kursrelevant informasjon er like tilgjengelig for alle. Videre trekker utvalget fram at «regler for offentliggjøring av kjøps- og salgsordre, gjennomførte handler og om informasjon fra de noterte selskapene, forbud mot kursmanipulasjon, samt at det ikke kan handles på bakgrunn av innsideinformasjon, gis investorene trygghet for at de har tilgang til et relevant og sammenlignbart beslutningsgrunnlag». En forutsetning for å sikre et velfungerende verdipapirmarked vil således også innebære at det er etablert hensiktsmessige tilsyns-, kontroll- og overvåkningssystemer slik at regelverket etterleves og det skapes integritet og nøytralitet omkring børsvirksomhet og markedsplasser.

Markedene for finansielle tjenester er blitt stadig mer globale, hvilket innebærer at konkurransearenaen over tid er blitt vesentlig utvidet. Utvalget fremhever imidlertid at opprettholdelse av nasjonal kompetanse vedrørende finansmarkedet vil være med på å forankre kunnskapen om lokale forhold i Norge og spesielle behov norske kunder måtte ha. Dette er nok først og fremst viktig for husholdninger og verdiskapningen i små og mellomstore bedrifter og kommuner, som i mindre grad enn større bedrifter har den internasjonale kapitalmarkedet som et reelt alternativ.

Rammebetingelsene for børs og markedsplasser må utformes under hensyn til at målsetningen om en effektiv og velordnet markedsplass i Norge som omtalt ovenfor skal kunne realiseres. Utvalget uttaler i denne forbindelse (NOU 1999:3 side 148):

«For å realisere hovedmålsettingene mener utvalget at rammebetingelsene må legges til rette for at markedsplassene særlig kan tilegne seg følgende egenskaper: Markedsplassen må være konkurransedyktig og det må være muligheter for konkurranse i markedet. Videre må den være tillitskapende og ha muligheter for og incitament til effektiv og funksjonell drift.»

Når det gjelder hvilke forutsetninger som må være tilstede for å oppnå en *effektiv markedsplass* uttaler utvalget blant annet (NOU 1999:3 side 148):

«Sentralt er at markedsplassens drift må være kostnadseffektiv. Reguleringen må gi grunnlag for rasjonell og kostnadseffektiv drift og produktutvikling. Markedsplassens kunder må vite hvilke tjenester markedsplassen tilbyr, og de må ha tilgang til de tjenestene de ønsker, når de har behov for det. Dette forutsetter fleksibilitet med hensyn til å kunne tilpasse seg endringer i finansmarkedene, herunder kundenes skiftende behov med hensyn til ulike produkter, informasjon, handelsløsninger m v. En side av dette er videre at børsen har fleksibilitet og ulike muligheter for finansiering av drift, utvikling og investeringer, herunder tilstrekkelig løpende likviditet.»

Utvalget peker videre på at effektivitet innebærer at børsens administrative behandling av kunder må kunne være rasjonell, og at tekniske systemer for handel og informasjon må være brukervennlige og praktiske. Den økonomiske risiko for aktørene må begrenses. Dette gjelder særlig i forbindelse med oppgjør, hvor også Norges Bank, kredittinstitusjonene, VPS og NOS har en viktig rolle. Organiseringen av og rammebetingelsene for markedsplasser må derfor ikke i unødig grad hindre samarbeid og fellesløsninger som kan minske slike risiki. Utvalget mener videre at det er viktig å sikre forutbereg-

nelighet for kunder både når det gjelder vilkår for opptak og medlemskap, samt opptreden på markedsplassen.

Når det gjelder hensynet om at markedsplassen skal være *konkurransedyktig* uttaler utvalget blant annet (NOU 1999:3 side 149):

«Både den teknologiske utviklingen og liberalisering av adgangen til å drive børsvirksomhet på tvers av landegrensene medfører at de nasjonale børsene ikke lenger kan forvente å drive virksomhet innenfor monopollignende rammebetingelser, slik tilfellet har vært frem til i dag.

Som en følge av Norges forpliktelser etter EØS-avtalen kan det i henhold til ISD artikkel 15 nr 4 ikke stilles opp hindringer for at regulerte markeder i andre EØS-stater kan utplassere terminaler hos norske verdipapirforetak, som så kan opptre som fjermedlemmer på andre regulerte markedsplasser.

Dette betyr at børsene må forvente å bli utsatt for konkurranse fra utenlandske markedsplasser, som gjennom rekruttering av børsmedlemmer i de enkelte land får et større nettverk av investorer og således potensiale for større likviditet enn det den enkelte nasjonale børs alene vil kunne oppnå. Denne investormassen vil være attraktiv for utstedere, som ved valg av børs først og fremst vil være interessert i å betale minst mulig for den kapital selskapet skal innhente. Utvalget legger således til grunn at markedsplassen må være kundeorientert og konkurransedyktig.

En konkurransedyktig børs er etter *utvalgets* oppfatning en markedsplass som oppfyller de forventninger markedsplassens kunder har for virksomheten. Viktige elementer i denne sammenheng vil være: At børsen tilbyr de produkter kundene etterspør, herunder at markedsplassen skaper den etterspurte likviditeten i de noterte verdipapirer; at kundenes totalkostnader ved bruk av børsens tjenester er tilfredsstillende; at børsen utfører tjenestene innen en rimelig tid og at børsens utøver fleksibilitet og service i virksomheten.

Etter *utvalgets* mening må børsreguleringen være et bidrag til at børser skal kunne være konkurransedyktige gjennom fleksibilitet og serviceorientering for å kunne dekke kundenes behov.»

På det generelle plan mener utvalget at konkurransedyktighet fremmes gjennom å gi generelt grunnlag for konkurranse. Utvalget uttaler (NOU 1999:3 side 149):

«Det vil være kortsiktig å søke å beskytte institusjonene i det nasjonale markedet mot konkurranse ved å etablere eller opprettholde rettslige og faktiske monopoler. Virksomhet som drives under monopolistiske rammevilkår vil ikke ha motivasjon for å tilpasse seg et marked med konkurranse. Dersom virksomheten ikke posisjonerer seg for et marked med konkurrerende tilbydere av tjenester, vil denne i det lange løp stå i fare for å falle ut av markedet den dagen det åpnes for konkurranse. Slik finansmarkedene i dag er organisert og utvikler seg, synes det å gå i retning av full konkurranse mellom børsene. Dette gjelder i første rekke konkurranse om de store selskapene, men fremveksten av mindre nisjebørser kan også medføre konkurranse i markedet for notering av mindre selskaper. Som beskrevet i kapittel 14 ovenfor vil den teknologiske utvikling og de internasjonale rammebetingelser føre til at det uansett fremstår som urealistisk å tro at det fremtidige markedet for børsvirksomhet skal kunne drives nasjonalt uten konkurranse fra utenlandske børser. For å kunne beholde et effektivt verdipapirmarked i Norge er det liten grunn til ikke å utsette det norske markedet for nasjonal og internasjonal konkurranse. Det vil i denne sammen-

heng være viktig at rammebetingelsene samtidig utformes med sikte på å sikre at de nasjonale aktører har mulighet til å være konkurransedyktige.»

Rammevilkårene for børsvirksomhet vil være av stor betydning for den enkelte markedsplass' konkurransedyktighet. Utvalget peker på at markedsaktores grad av innflytelse på børsens drift og valg av organisasjonsform vil kunne være konkurransefaktorer. Utvalget mener videre det er av stor betydning at markedsplassens organisasjon kan fokusere på virksomhetens kjernefunksjon. Hittil har en del av børsens tilsyn og kontroll vært offentlig myndighetsutøvelse uten direkte tilknytning til børsens kjernefunksjoner. Rammereguleringen må også legge til rette for at markedsplassene kan tilpasse seg strukturendringer i det internasjonale finansmarkedet. Utvalget uttaler i denne forbindelse (NOU 1999:3 side 151):

«Børsene må ha mulighet til hurtig tilpasning til endringer i markedsg og konkurranseforholdene, nye instrumenter, teknologisk utvikling m v. Det sentrale her er at rammebetingelser og offentlig regulering gir tilstrekkelig fleksibilitet og tilpasningsevne for børsen, herunder med en fornuftig avveining mellom adgangen til selvregulering og offentlig regulering. Dette forutsetter videre blant annet en organisering som gir mulighet for fleksible og hensiktsmessige former for finansiering av investeringer, omstrukturering m v.

Målet om å drive kostnadseffektivt tilsier at det kan oppstå behov for å effektivisere og styrke virksomheten gjennom allianser, samarbeide eller ved integrasjon med andre virksomheter. Organisasjonsformen bør ikke være unødig til hinder for slike tiltak, i den nasjonale markedsplassens behov for å styrkes i den internasjonale konkurransen. Dette får videre betydning for hvilke virksomhetsbegrensninger som skal stilles for børser. Danske og svenske børser kan drive både clearing og annen tilstøtende virksomhet. Utvalget legger rent generelt til grunn at børser må kunne ha et vidt virksomhetsområde, forutsatt saklig tilknytning til kjernevirksomheten.»

Utvalget er også opptatt av at rammereguleringen legger til rette for at institusjonene kan finansiere seg gjennom den finanseringsform som til enhver tid er mest hensiktsmessig på kort og lang sikt, dvs. gjennom eiere, låneopptak og driftsoverskudd/avgifter.

Når det gjelder det tredje hovedhensyn som utvalget her trukket frem, at børsen skal være *tillitsskapende*, uttales det blant annet (NOU 1999:3 side 152):

«For at markedsplassen skal opprettholde tillit fra aktørene i markedet og allmennheten, må den fremstå som nøytral, uavhengig av dominerende særinteresser og med integritet. For å oppnå tillit må markedsplassen fastsette klare vilkår for virksomhetens kunderelasjoner. Kundene må oppfatte praktiseringen av vilkårene som forutberegnelige og stabile. Samtidig må sanksjoneringen av brudd på vilkårene fremstå som konsekvent.

Den nøytrale markedsplass må ikke forskjellsbehandle sine kunder på en usaklig måte. For utstedere må det være en forutsetning at ingen utstedere bedømmes på en strengere eller mildere måte enn andre i forhold til rettigheter og plikter.

Verdipapirforetak, og andre, som objektivt sett er kvalifisert som børsmedlemmer skal ha samme adgang til medlemskap. De av aktøre-

ne som bryter markedsplassens normer skal kunne sanksjoneres, med like sanksjoner for like overtredelser.

For å sikre investorenes tillit til børsen, må denne fremstå som en markedsplass som beskytter investorene mot forskjellsbehandling. Et sentralt hensyn i denne sammenheng er å bidra til at investeringsbeslutninger i markedet kan tas på grunnlag av lik og samtidig informasjon. For det første bør det tilstrebes samtidighet og likhet med hensyn til informasjonsspredning om utstederselskapene. Her kommer børsens rolle som kvalitetssikrer av informasjon til markedet inn. Investorer skal ha tilgang til informasjon samtidig, og ingen skal få mer informasjon enn andre. For det andre bør investorene likebehandles ved fastsettelse og utøvelse av aksjonærpolitikk i det enkelte selskap. Også dette er presisert i opptaksdirektivet.

Videre må børsene sørge for at investorene har innsyn i transaksjonsstrømmene på markedsplassen. Prinsippet om gjennomsiktighet relaterer seg til investorenes adgang til opplysninger om transaksjoner og kursfastsettelse på markedsplassen. Som nevnt ovenfor er gjennomsiktighet en forutsetning for at markedsaktørene og allmennheten skal opprettholde tillit til at markedsplassen fungerer på en slik måte at alle aktører blir behandlet likt.

Brukernes tillit til at handelen skjer til kurser som reflekterer verdipapirenes reelle markedsverdi er en vesentlig forutsetning for et effektivt verdipapirmarked. Viktigheten av dette er i dag blant annet reflektert i verdipapirhandelloven § 2-6 om forbud mot kursmanipulasjon, børsforskriften § 4-5 om at kursen skal gi uttrykk for den aktuelle markedsværdien på verdipapiret og § 13-2 femte ledd som forbyr børsmedlemmer og børsrepresentanter å medvirke til offentliggjøring av kurser som ikke gir uttrykk for den reelle markedsværdien på verdipapirene.»

Utvalget peker også på at det for å sikre allmennhetens og aktørenes tillit til markedsplassen, bør føres et adekvat tilsyn med verdipapirmarkedene og markedsplassene.

Utvalget oppsummerer sin drøftelse av de ovenfor omtalte hovedhensyn ved regulering av markedsplasser på følgende måte (NOU 1999:3 side 154):

«Både etter dagens ordning og ved ny regulering er det sentralt å ivareta markedsplassens behov for tillit og integritet. Endrede rammebetingelser, for eksempel organiseringsform, kan imidlertid kreve andre virkemidler for å sikre tilliten til markedsplassen, for eksempel et endret tilsynsregime. Grunnlaget for konkurranseorientering og effektivitet er etter utvalgets vurdering ikke tilfredsstillende under den gjeldende regulering. Dagens organisering av børs i Norge gir ikke godt nok grunnlag til å møte den konkurranse og sentraliseringstendens som allerede er i ferd med å utkrystallisere seg i Europa i dag. En revidering av rammereguleringen for børsvirksomhet i Norge må derfor i større grad fokusere på børsers mulighet til å møte mer krevende kunder gjennom fleksibilitet med hensyn til organisering og finansiering, samt incitament til effektiv drift.

Hensynet til at aktører og samfunnet for øvrig må ha tillit til markedsplassen er dels sammenfallende med behovet for at børser må være konkurranseorientert. Dersom børser ikke har tilstrekkelig tillit, vil de på sikt miste brukere, forutsatt at det er konkurranse i markedet. Det må derfor antas at en regulering som legger opp til at virksomheten skal kunne være konkurranseorientert, på sikt vil gi en effektiv og velfungerende markedsplass med den nødvendige tillit. Imidlertid kan

det antas at en eller få børser fortsatt vil utgjøre denne delen av infrastrukturen i finansmarkedet nasjonalt. For mange aktører vil utenlandske børser neppe være et reelt alternativ. Derfor er det viktig at den eller de nasjonale markedsplass(er) har nødvendig tillit i markedet.»

Departementet viser til at de hensyn som er omtalt ovenfor i stor grad vil ligge under og danne grunnlag for de drøftelser og konkrete forslag som fremmes i denne proposisjonen. Departementet vil særlig trekke frem de internasjonale utfordringer som børs og andre markedsplasser står overfor i den nærmeste framtid. Blant annet vises det til at Oslo Børs i november 1999 inngikk en intensjonsavtale om et utstrakt børssamarbeide med de to andre skandinaviske børsene som en videreføring av disses eksisterende samarbeid under navnet Norex-alliansen. I ettertid har også børsene i de baltiske land inngått intensjonsavtale om deltagelse i Norex-samarbeidet. I regi av Nordisk Råd er det fra myndighetenes side satt i gang et arbeid for å utrede forutsetningene for økt samarbeid mellom de nordiske børsene, samt eventuelt mellom de nordiske og baltiske børsene. Det er for øvrig også en trend i europeisk sammenheng at blant annet økt økonomisk integrasjon og fortsatt teknologisk utvikling fører med seg strukturendringer for markedsplassene i form av sammenlutninger og samarbeid. Rammereguleringen for børs og andre markedsplasser bør etter departementets syn utformes på en slik måte at norske markedsplasser også kan delta i de strukturendringer som må forventes å komme, på en hensiktsmessig måte.

4 Lovens formål og virkeområde

4.1 Lovens formål

4.1.1 Gjeldende rett

Børsloven inneholder ingen uttrykkelig bestemmelse om lovens formål. I Innst.O. nr. 90 (1987-88) uttalte finanskomitéen på side 4:

«Flertallet mener det er behov for et nytt regelverk for verdipapirbørsen tilpasset dagens behov. Målet er å fremme et effektivt og godt fungerende aksje- og obligasjonsmarked.»

4.1.2 Utvalgets forslag

Børslovutvalget foreslår å lovfeste at lovens formål er å legge til rette for effektive, velordnede og tillitsvekkende markeder for finansielle instrumenter. I merknaden til utvalgets forslag til § 1-1 Lovens formål, uttaler utvalget (NOU 1993:3 side 259):

«Utvalget har funnet det hensiktsmessig å foreslå en særskilt formålsparagraf for den nye loven, jf. også drøftelsene i kapittel 20.2 om generelle krav til børsvirksomhet og lovutkastets § 5-1 første ledd. Om utformingen av bestemmelsen vises ellers til utvalgets mandat, hvor det blant annet heter at «Utvalget skal ta utgangspunkt i at det er behov for en effektiv og velorganisert markeds plass i Norge», se også nærmere omtale i kapittel 4. Videre vises det til de nærmere drøftelser av de grunnleggende hensyn i innstillingens kapittel 15, hvor det blant annet legges til grunn som sentralt at reguleringen gir grunnlag for et velordnet, tillitvekkende og effektivt marked, blant annet ut fra behovet for å ha en konkurransedyktig og konkurranseorientert markeds plass i Norge.

Bestemmelsen vil være retningsgivende for tolkningen av loven og for skjønnsutøvelse i medhold av loven.»

4.1.3 Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet har uttalt seg positivt om utvalgets forslag til særskilt formålsbestemmelse. *Kredittilsynet* uttaler:

«I henhold til forslaget § 1-1 er lovens formål å legge til rette for effektive, velordnede og tillitvekkende markeder for finansielle instrumenter. Disse hensynene er nærmere kommentert i NOU kap. 15

Kredittilsynet er av den oppfatning at den valgte formulering gir et godt og dekkende bilde av hvilke hensyn loven bør ivareta, som rasjonell og kostnadseffektiv drift, tillit fra markedets aktører og fra allmennheten, herunder gjennomsiktighet, håndtering av interessekonflikter, samt velordnet verdipapirhandel.»

Folketrykdfondet uttaler i sin høringsuttalelse:

«Som utgangspunkt for vurderingen av forslaget til ny børslov legges det til grunn at forutsetningen for et velfungerende kapitalmarked er

at børsen har den nødvendige tillit og autoritet. Denne forutsetning er ikke oppfylt i tilfredsstillende grad i dag. I spørsmålet om organisering av børsvirksomhet finner fondet det naturlig at denne problemstillingen må være helt sentral. Dette synes også til en viss grad å være reflektert i lovens formålsbestemmelse.»

Ingen av de øvrige høringsinstansene har uttalt seg om utvalgets forslag til en særskilt formålsbestemmelse. Flere av høringsinstansene uttaler seg imidlertid på mer generelt grunnlag om viktigheten av å legge til rette for effektive, velordnede og tillitvekkende markeder for finansielle instrumenter.

4.1.4 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om å lovfeste at lovens formål er å legge til rette for effektive, velordnede og tillitsvekkende markeder for finansielle instrumenter, jf. lovforslagets § 1-1. Bestemmelsen vil være retningssivende for tolkningen av loven og for skjønnsutøvelse i medhold av loven.

4.2 Lovens stedlige virkeområde

4.2.1 Gjeldende rett

Gjeldende børslov inneholder ingen særskilt bestemmelse om lovens virkeområde. Børslovutvalget uttaler om lovens stedlige virkeområde (NOU 1999:3 side 64):

«Konsesjonsplikten etter børsloven gjelder i utgangspunktet børsen i Norge. Markedsplasser etablert i andre land kan derfor kalle seg børs, uten konsesjon etter børsloven. Spørsmålet om børs etablert i utlandet kan falle inn under bestemmelsens virkeområde hvis virksomheten er rettet mot Norge, for eksempel ved at norske verdipapirforetak er fjernmedlemmer og det noteres norske verdipapirer, er ikke løst i lov eller forarbeider. I henhold til investeringstjenestedirektivet artikkel 15 nr 4 skal verdipapirforetak fra EØS-stater kunne bli medlem av regulerte markeder i andre EØS-stater uten å være etablert der. En forutsetning er at verdipapirforetaket har konsesjon fra - og er underlagt tilsyn i - sin hjemstat og at det ikke er regler som stiller krav om fysisk tilstedeværelse på det regulerte markedet.

Dette innebærer at regulerte markeder i EØS-området blant annet kan utplassere elektroniske handelsterminaler hos verdipapirforetak i andre EØS-land, herunder i Norge, gjennom såkalt fjernmedlemskap. På den annen side sier direktivet artikkel 15 nr 5 at bestemmelsene ikke er til hinder for at medlemstatene «kan tillate eller forby opprettelse av nye markeder på sitt territorium». Det vises til omtale av direktivet under kapittel 12.2.2 nedenfor. Det må antas at avgrensningen av børslovens stedlige virkeområde i denne sammenheng vil tilsvare investeringstjenestedirektivet artikkel 15.5. Den nærmere avgrensning av om markedet er opprettet på norsk territorium vil neppe bero på fysisk plassering alene, men på en helhetsvurdering der momentene særlig vil være virksomhetens geografiske og rettslige tilholdssted, de noterte instrumentenes nasjonale tilknytning og direkte handelsberettigedes (børsmedlemmenes) nasjonalitet og geografiske plassering.»

4.2.2 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår å lovfeste lovens stedlige virkeområde i en egen bestemmelse, jf. utvalgets lovutkast § 1-2. Utvalget uttaler (NOU 1999:3 side 259):

«Bestemmelsens første ledd fastslår at loven også gjelder på kontinentalsokkelen og på Svalbard, i den utstrekning ikke annet følger av Norges folkerettslige forpliktelser.

Etter annet ledd skal loven også gjelde den del av virksomheten til norsk børs eller autorisert markedsplass som drives i utlandet gjennom foretakets filial eller ved grensekryssende virksomhet. Utvalget finner dette utgangspunkt naturlig, ikke minst i lys av at det ikke er harmoniserte regler for børsvirksomhet innen EU eller gjennom EØS-avtalen. Dersom virksomhet i utlandet fanges opp og reguleres av bindende vertslandsbestemmelser, vil Kongen i medhold av bestemmelsen kunne gjøre unntak fra lovens anvendelse på denne del av virksomheten generelt eller i det enkelte tilfelle. For øvrig vises til § 2-6, hvoretter virksomhet som børs gjennom etablering av datterselskap som blir eget rettssubjekt, krever tillatelse fra Kongen.»

4.2.3 Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet uttaler blant annet:

«For så vidt gjelder filialetablering antar Kredittilsynet at den nødvendige fleksibilitet i forhold til eventuell regulering i vertslandet som filialen blir underlagt, sikres ved den mulighet til å begrense lovens rekkevidde som følger av forslaget sine siste ledd. Kredittilsynet forutsetter at den valgte ordlyd både omfatter enkeltvedtak og forskrift.»

Justisdepartementet har forelagt Børslovutvalgets innstilling for Sysselmannen på Svalbard, og slutter seg til Sysselmannens vurderinger og konklusjon. *Sysselmannen på Svalbard* viser til at gjeldende børslov ikke gjelder for Svalbard, og til at utvalget ikke har gitt noen begrunnelse for hvorfor det foreslås at ny børslov skal gis direkte anvendelse på øygruppen. Sysselmannen på Svalbard viser til at det på en del områder vil være vanskelig å anvende fastlandslovgivningen fullt ut på Svalbard, blant annet med hensyn til håndhevelsen overfor utenlandsk virksomhet på øygruppen, og uttaler:

«Ved utformingen av flere lover på dette området i den senere tid, som for eksempel de nye aksjelovene og regnskapsloven, er det derfor innført bestemmelser som gir adgang for Kongen til å fastsette regler om lovens anvendelse for Svalbard, og til å fastsette særlige regler under hensyn til de stedlige forhold.

Så vidt Sysselmannen forstår er det nå lagt opp til at man i den nye stortingsmeldingen om Svalbard vil drøfte spørsmålet om anvendelsen av nærings- og selskapslovgivningen for Svalbard på prinsipielt grunnlag.

Den nye børsloven vil utgjøre en av flere elementer i den lovgivning som - noe upresist - kan kalles nærings- og selskapslovgivningen. Det vil etter Sysselmannens oppfatning være mest hensiktsmessig dersom de nærmere enkeltheter omkring anvendelsen av lovforslaget for Svalbard blir vurdert i en slik bredere sammenheng, der også det praktiske behovet for regelverket og hvilke eventuelle tilpasninger som må gjøres av hensyn til de stedlige forhold kan vurderes nærmere.»

De øvrige høringsinstansene har ikke hatt merknader til forslaget.

4.2.4 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om å fastsette lovens stedlige virkeområde i loven, jf. lovforslaget § 1-2. Departementet foreslår at loven skal gjelde virksomhet som børs eller autorisert markedsplass i Norge. Som det må antas å være etter gjeldende rett vil den nærmere avgrensning av virkeområdet måtte bero på en konkret helhetsvurdering av den aktuelle markedsplassens tilknytning til Norge. Relevante momenter vil særlig være virksomhetens geografiske og rettslige tilholdssted, de noterte instrumentenes nasjonale tilknytning og børsmedlemmenes nasjonalitet og geografiske plassering. Etter den foreslåtte bestemmelsen vil loven som hovedregel også gjelde virksomhet som norsk børs eller autorisert markedsplass driver i utlandet gjennom filial eller ved grensekryssende virksomhet. Departementet er enig med utvalget i at dette utgangspunktet er naturlig, særlig i lys av at det ikke er fullstendig harmoniserte regler for børsvirksomhet innen EU eller gjennom EØS-avtalen. Departementet vil i medhold av bestemmelsen kunne gjøre unntak fra lovens anvendelse på den del av virksomheten som drives i utlandet, gjennom enkeltvedtak eller forskrift.

Etter lov av 17. juli 1925 nr. 11 om Svalbard § 2 gjelder norsk privatrett og strafferett og den norske lovgivning om rettspleien for Svalbard, når ikke annet er fastsatt. Andre lovbestemmelser gjelder ikke for Svalbard, uten når det er særskilt fastsatt. Gjeldende børslov gjelder derfor ikke for Svalbard. Departementet foreslår at § 1-2 første ledd om lovens stedlige virkeområde endres i tråd med Justisdepartementets høringsuttalelse slik at det fastsettes at departementet kan gi forskrift om anvendelsen av loven på Svalbard. Tilsvarende foreslås å gi hjemmel til å fastsette lovens anvendelse på kontinentalsokelen.

5 Konesesjon

5.1 Omfanget av konsesjonskravet

5.1.1 Gjeldende rett

Opprettelse av børs krever tillatelse fra Kongen, jf. børsloven § 1-2 første ledd. Kongens myndighet er delegert til Finansdepartementet, jf. kgl.res. 30. september 1988 nr. 754. Oslo Børs er eneste institusjon i Norge som har slik tillatelse. Med børs forstås i børsloven en selveiende institusjon som skal forestå regelmessig og offentlig kursnotering i forbindelse med omsetning av finansielle instrumenter, jf. børsloven § 1-1. Bare de institusjoner som er opprettet med hjemmel i børsloven har rett til å benytte betegnelsen børs med eller uten tillegg i sitt navn eller ved omtale av sin virksomhet, jf. § 1-2 annet ledd. Finansdepartementet har i brev av 28. april 1998 lagt til grunn at konsesjonsplikten er knyttet til foretakets bruk av begrepet «børs» ved omtalen av sin virksomhet. Departementet fant ikke grunnlag for å si at konsesjonsplikten utløses ved børsvirksomhet. Det er således antatt at det ikke gjelder konsesjonskrav etter børsloven knyttet til det å drive slik virksomhet som er beskrevet i børsloven § 1-1.

Drift av markedsplass som ikke kaller seg børs er ikke regulert i børsloven. Kobling av kjøps- og salgssinteresser vil imidlertid i utgangspunktet være investeringstjenester som bare kan utøves av foretak med konsesjon som verdipapirforetak, jf. verdipapirhandelloven § 7-1 første ledd og § 1-2 første ledd nr. 1. Av verdipapirhandelloven § 1-7 følger det videre at departementet kan fastsette at bestemmelser i loven som gjelder børsnoterte finansielle instrumenter, helt eller delvis skal gjelde tilsvarende for finansielle instrumenter som noteres på, eller omsettes i annet regulert marked som nevnt i verdipapirhandellovens § 1-3. Av verdipapirhandellovens § 1-3 følger det at et regulert marked i lovens forstand er et marked som fungerer regelmessig, reguleres av bestemmelser som er gitt eller godkjent av myndighetene, og som angår vilkårene for hvordan markedet skal virke, herunder vilkår for adgang til markedet, vilkår for opptak til kursnotering og vilkår for at et finansielt instrument kan omsettes på markedet. Det kreves i tillegg at markedet reguleres av krav til rapportering og åpenhet. Det er ikke fastsatt regler for slike markeder i dag.

Med finansielle instrumenter som nevnt i børsloven § 1-1 og verdipapirhandelloven § 1-3 menes blant annet omsettelige verdipapirer, verdipapirfondsandeler, og ulike opsjoner og terminer, jf. verdipapirhandelloven § 1-2 annet ledd. Varer eller derivater av varer, for eksempel kraftkontrakter og kraftderivater, faller utenfor definisjonen av finansielle instrumenter og virksomhet som består i å yte investeringstjenester knyttet til slike instrumenter eller varer er derfor ikke konsesjonspliktig og kan heller ikke gis konsesjon etter børsloven eller verdipapirhandelloven.

5.1.2 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår at børsvirksomhet i Norge bare skal kunne drives av foretak med tillatelse fra Kongen etter børsloven. Utvalget viser til at børsers betydning for verdipapirmarkedet for øvrig tilsier at virksomheten reguleres på en slik måte at markedsaktørene kan ha tillit til at børsvirksomheten foregår innen rammer som gjør det forsvarlig å foreta investeringer. Det vises også til at flere EU-direktiver, blant annet ISD (Rdir. 93/22/EØF) og opptaksdirektivet (Rdir. 79/279/EØF), som Norge etter EØS-avtalen er forpliktet til å oppfylle, forutsetter at det finnes regelverk vedrørende børsnotering og regulerte markeder.

Utvalget drøfter om lovreguleringen skal rette seg mot det å drive en nærmere bestemt virksomhet, definert som børsvirksomhet, eller mot bruk av betegnelsen «børs», eller en kombinasjon av disse. Utvalget går inn for at det skal kreves offentlig tillatelse for å drive børsvirksomhet, slik at konsesjonsordningen ikke bare skal være knyttet til bruk av betegnelsen «børs». Utvalget uttaler i denne forbindelse blant annet (NOU 1999:3 side 157):

«Dagens børs, og den type virksomhet den driver har såvidt viktige funksjoner i den norske verdipapirkjeden, at det ikke kan være opp til den enkelte børs om den selv ønsker å underlegge seg offentligrettslige regler eller ikke og uavhengig av hva slags virksomhet som drives. Selv om et marked uansett kan være konsesjonspliktig som verdipapirforetak, jf. nedenfor i kapittel 16.3.3, tilsier børsvirksomhetens karakter at den bør være underlagt andre regler enn det som gjelder for investeringstjenester. Det vises til at det i Norge er vanlig lovteknikk å knytte konsesjonskrav til nærmere angitte virksomhetsbeskrivelser, for eksempel bankvirksomhet, forsikringsvirksomhet, investeringstjenestevirksomhet m.m.»

Utvalget har vurdert om det er mer hensiktsmessig med andre former for regulering enn offentlig tillatelse, for eksempel et system med meldeplikt slik det som er innført i lov om erverv av næringsvirksomhet, men konkluderer med at offentlig tillatelse eller konsesjon henger best sammen med et system med kontinuerlig institusjonstilsyn. Utvalget foreslår derfor en videreføring av ordningen med krav om tillatelse.

Utvalget legger til grunn at med krav til konsesjon knyttet til virksomhetens art, er det viktig at det gis en praktisk håndterbar definisjon av børsvirksomhet. Det sentrale er i følge utvalget at definisjonen omfatter tradisjonell børsvirksomhet hvor hensynet til markedets tillit og institusjonens viktighet i infrastrukturen tilsier en slik offentligrettslig regulering. På den annen side bør definisjonen etter utvalgets mening ikke favne så vidt at den omfatter virksomhet hvor behovet for regulering ikke er tilstrekkelig stort til å forsvare bebyrdende pålegg som kan være unødig fordyrende og konkurransehemmende.

Når det gjelder forslaget til definisjon av børsvirksomhet har utvalget tatt utgangspunkt i EØS-regler som svarer til ISDs krav til «regulert marked», samt at kravene i EØS-regler som svarer til opptaksdirektivet, halvårsrapportdirektivet og børsprospektdirektivet skal være oppfylt.

Utvalget viser til at ISD legger til grunn følgende definisjon av «regulert marked», jf. artikkel 1 nr. 13;

- «regulert marked»: et marked for finansielle instrumenter

- omhandlet i del B i vedlegget
- som er oppført på listen omhandlet i artikkel 16, satt opp av den medlemsstat som etter artikkel 1 nr. 6 bokstav c) er hjemstaten,
- som fungerer regelmessig,
- som karakteriseres ved at det finnes bestemmelser som vedkommende myndigheter har gitt eller godkjent og som fastlegger vilkårene for hvordan markedet skal virke, vilkårene for adgang til markedet samt, når direktiv 79/279/EØF får anvendelse, de vilkår for opptak til notering som der er fastsatt og, når nevnte direktiv ikke får anvendelse, de vilkår et finansielt instrument skal oppfylle for at det faktisk kan omsettes på markedet,
- der det kreves at alle krav om rapportering og åpenhet fastlagt etter artikkel 20 og 21 blir oppfylt»

Videre vises det til at opptaksdirektivet setter vilkår for «opptak av verdipapirer til offisiell notering på en fondbørs», og fastlegger visse løpende forpliktelser for aksje- og obligasjonsutstedere for å kunne være notert på en fondsbørs.

Utvalget viser også til at børsprospektdirektivet stiller krav om utarbeidelse av, og innholdet i, prospekt ved opptak til «offisiell notering» på en fondsbørs. Utvalget legger til grunn at opptak av verdipapirer til notering må sies å være del av børsvirksomhetens kjernefunksjon, og at dette skiller børsvirksomhet fra andre «markeder» hvor det ikke er nærmere fastlagte forpliktelser. Opptak til offisiell notering bør derfor etter utvalgets oppfatning være del av definisjonen av børsvirksomhet. Utvalget uttaler i denne forbindelse (NOU 1999:3 side 159):

«I seg selv sier ikke en slik karakteristikkk mye, men må ses i sammenheng med direktivkravene knyttet til slikt opptak. Disse er i dag implementert i børsloven og børsforskriften, og forutsettes videreført i forskrifter etter den nye loven, se kapittel 20.4.

(...)

Med begrepet «opptak til offisiell notering» som den sentrale del av en definisjon av den virksomhet som er konsesjonspliktig, vil det være nødvendig med en nærmere avklaring også av dette begrepet. I utgangspunktet må som nevnt dette knyttes til det at utsteder søker om at verdipapiret blir notert, og at det er knyttet et nærmere sett vilkår for og forpliktelser til noteringen.

Det er vanskelig å finne noen nærmere og helt presis definisjon av begrepet «opptak til offisiell notering». Utvalget har heller ikke funnet eksempler i andre lands lovgivning som løser dette spørsmål fullt ut. Utvalget vil imidlertid anta at det i praksis vil være tilstrekkelig at loven angir at «opptak til offisiell notering» er del av virksomhetsdefinisjonen, og konsesjonsmyndigheten vil måtte fortolke dette i lys av den beskrivelse av opptak til notering som børsloven med forskrifter gir og på basis av ovennevnte direktivkrav. Utvalget antar at selv om et marked vil kunne fastsette relativt omfattende vilkår og forpliktelser for utsteder, uten at virksomheten blir konsesjonspliktig etter børsloven, vil det ligge et vesentlig incitament til å søke børskonsesjon i at bare foretak med konsesjon som børs kan benytte betegnelsen børs i sitt navn eller ved omtale av sin virksomhet. Videre vil konsesjon som børs eller som autorisert markeds plass, jf. kapittel 16.3 og 16.4 nedenfor, være en forutsetning for å få status som «regulert marked» i henhold til investeringstjenestedirektivet. Dette er igjen en betingelse for retten til å kunne utplassere terminaler m v i hjemstaten til fjernmedlem-

mer innenfor EØS, jf investeringstjenestedirektivet artikkel 15 nr 4. Endelig vises det til at offisiell børsnøtering er et kriterium for mange institusjonelle investorers plasseringsadgang.»

Utvalget peker på at opptaksdirektivet i hovedsak ikke regulerer opptak til notering av andre finansielle instrumenter enn aksjer og obligasjoner. Dette betyr at det ikke er særskilte vilkår for opptak av andre finansielle instrumenter, for eksempel derivater til «offisiell notering på fondsbørs» etter dette direktivet. Slike instrumenter må således blant annet kunne opptas til notering på børsens eget initiativ. Ifølge utvalget innebærer imidlertid ISDs krav til et «regulert marked» at det for slike instrumenter må foreligge bestemmelser gitt eller godkjent av myndighetene som fastlegger vilkår for opptak og omsetning på markedet. Utvalget uttaler i denne forbindelse (NOU 1999:3 side 159):

«Dette medfører at begrepet «opptak til offisiell notering» i relasjon til slike finansielle instrumenter vil gis et nærmere innhold gjennom bestemmelser som nevnt, og derved for avgrensninger av spørsmålet om konsesjon som børs for et marked som bare noterer derivater. Det foreslås at «opptak til offisiell notering» også her må forstås som de betingelser som fastsettes i børsloven. Det sentrale i denne sammenheng antas å være at slike instrumenter kan opptas «dersom det foreligger en betydelig handel med betryggende kursfastsettelse i den eller de underliggende instrumentene», jf gjeldende børslov § 4-3 første ledd tredje punktum og lovutkastet § 5-6.»

Utvalget legger videre til grunn at kursnotering fortsatt bør være del av definisjonen av børsvirksomhet. I denne forbindelse uttaler utvalget blant annet (NOU 1999:3 side 160):

«Funksjonen som formidler av tilbud og etterspørsel i et system hvor kurser offentliggjøres, bør derfor være del av definisjonen av børsvirksomhet. Slike kursnoteringer forutsetter regler om markedsdeltagerens plikt til å rapportere kjøps- og salgsinteresse og utførte omsetninger. Dessuten må det i begrepet «marked», jf investeringstjenestedirektivets artikkel 1 nr 13, antas å være en forutsetning om at det til kursnoteringene er et system eller ordning og et regelverk som muliggjør at handel kan finne sted, og at noteringene nettopp tar sikte på dette.»

Utvalget peker videre på at det i ISDs definisjon av regulert marked også ligger et krav om at dette «fungerer regelmessig». Dette foreslås inntatt i definisjonen i børsloven. Videre foreslås det at det skal fremgå at kursnoteringen skal være offentlig. Utvalget skriver i denne forbindelse (NOU 1999:3 side 160):

«En enkelt gangs auksjon eller helt sporadiske budrunder, vil derfor ikke omfattes. Utvalget viser for så vidt til den foreslåtte definisjon med uttrykket «regelmessig og offentlig kursnotering».

For å være omfattet av denne definisjonen må markedet og kursnoteringen være offentlig i den forstand at deltagerne i handelen og markedet for øvrig har innsyn i de transaksjoner som foregår der etter nærmere regler om gjennomsiktighet og offentliggjøring.»

Utvalget foreslår etter dette at børsvirksomhet defineres som «organisering eller drift av et marked for finansielle instrumenter der det legges til rette for handel ved regelmessig og offentlig kursnotering og opptak av finansielle

instrumenter til offisiell notering». Den som ønsker å drive slik virksomhet må ha myndighetenes tillatelse til å drive børs, og må følge de regler loven angir for børs, jf. utvalgets lovutkast § 1-3 første ledd og § 2-1 første ledd. Når det gjelder utvalgets nærmere vurdering av hva som omfattes av definisjonen vises det til NOU 1993:3 sidene 158-164.

Foretak som ikke har tillatelse til å drive børsvirksomhet skal etter utvalgets forslag ikke kunne benytte betegnelsen børs i eller som tillegg til sitt navn, eller ved omtale av sin virksomhet, dersom bruken er egnet til å gi inntrykk av at virksomheten er børs etter børsloven. Det foreslås at foretak med konsesjon som børs skal kunne betegne sin virksomhet som regulert marked.

Den konsesjonsbelagte børsvirksomhet omfatter etter utvalgets forslag «finansielle instrumenter» slik dette er definert i ISD og gjennomført i verdipapirhandelloven § 1-2. Dette innebærer for eksempel at varederivater i utgangspunktet ikke er omfattet. Ordningen er i samsvar med gjeldende børslov. Utvalget uttaler i denne forbindelse (NOU 1999:3 side 160):

«Utvalget ser at likheten mellom ulike markeder kan tilsi at varederivater med kontantavregning knyttet til f.eks. elektrisk kraft eller olje, burde omfattes av lovgivningen. Det eksisterer i dag markeder for disse som har sterke likhetstrekk med verdipapirbørser, og hvor de hensyn som tilsier regulering av børser, også kan tilsi regulering av disse. Utvalget er kjent med at Finansdepartementet i september 1998 har igangsatt utredninger av hvilke regler som skal gjelde for kraftderivatmarkedet, jf. kapittel 11.6. Uten tilstrekkelig utredning av problemstillingene, og under henvisning til Finansdepartementets arbeid, har utvalget ikke funnet tilstrekkelig grunn til å utvide virkeområdet for hvilke instrumenter som omfattes av børsdefinisjonen. Et annet spørsmål - som vurderes nedenfor i kapittel 20.2 - er om børser også kan drive annen virksomhet enn børsvirksomhet, f.eks. kraftbørs eller kraftderivatbørs.»

Utvalget antar at det med tiden vil kunne oppstå uklarheter knyttet til definisjon av hva som er børsvirksomhet, og derved hva som krever myndighetenes tillatelse. På denne bakgrunn foreslår utvalget at Kongen i tvilstilfelle skal kunne avgjøre om en virksomhet skal anses som børsvirksomhet. Utvalget uttaler i denne forbindelse (NOU 1999:3 side 160):

«Med rask teknologisk og annen utvikling av finansielle markeder er det vanskelig å gi en definisjon som er tilstrekkelig presis til å omfatte alle nye former for børsvirksomhet. Den definisjon som er foreslått er søkt utformet på en måte som fanger opp den type virksomhet som utvalget mener bør underlegges ufravikelige krav. For ikke å gjøre definisjonen videre enn nødvendig, vil det i tvilstilfeller kunne være behov for at det på forhånd kan avgjøres om et tilfelle faller innenfor eller utenfor definisjonen. Det foreslås derfor at Kongen i tvilstilfelle gis myndighet til å treffe beslutning om dette. I en slik vurdering bør det legges vekt på virksomhetens karakter, blant annet hvilke forpliktelser og vilkår som er knyttet til det å være utsteder og «medlem», og om de hensyn som utvalget har lagt vekt på i forhold til spørsmål om det bør være konsesjonsplikt for børsvirksomhet er til stede.»

Utvalget foreslår videre at Kongen etter søknad skal kunne gi tillatelse til foretak som driver virksomhet som autorisert markedsplass. Det foreslås at autorisert markedsplass defineres som foretak som organiserer eller driver et marked for finansielle instrumenter der det legges til rette for handel ved regel-

messig og offentlig kursnotering av finansielle instrumenter, og som har konsesjon etter børsloven. Virksomhetsbeskrivelsen er med unntak av vilkåret «opptak [...] til offisiell notering», den samme som for børsvirksomhet. Utvalget går ikke inn for at virksomhet som autorisert markedsplass skal være konsesjonspliktig. Det vil være opp til det enkelte foretak å vurdere om det skal søkes konsesjon. Foretak som ikke har tillatelse som autorisert markedsplass skal etter utvalgets forslag ikke kunne benytte betegnelsen autorisert markedsplass i eller som tillegg til sitt navn, eller ved omtale av sin virksomhet, dersom bruken er egnet til å gi inntrykk av at foretaket eller virksomheten har konsesjon som autorisert markedsplass etter børsloven. Det foreslås at foretak med konsesjon som autorisert markedsplass skal kunne betegne sin virksomhet som regulert marked.

Ved vurderingen av hvorvidt det kan være formålstjenlig å etablere særlig regulering for markedsplasser som ikke opptar finansielle instrumenter til offisiell notering, påpeker utvalget blant annet at dagens marked for unoterte instrumenter kan preges av informasjonsasymmetri fordi det ikke stilles krav til for eksempel offentliggjøring av informasjon fra utsteder og rapportering av transaksjoner. Utvalget uttaler i denne forbindelse blant annet (NOU 1999:3 side 164):

«Markedsaktørene har da ikke likt grunnlag for å foreta sine investeringsbeslutninger. Dette kan medføre høyere volatilitet, med derav følgende lavere likviditet og større risiko for investorene. Dette kan være uheldig for potensielle utstedere, som må betale høyere pris for å hente inn kapital i dette markedet. Videre tilsier hensynet til investorene at også ordninger for organisert omsetning av instrumenter som ikke kan opptas til notering på en børs er underlagt regelverk som sikrer et minimum av rettferdighet og orden på markedsplassen. Dersom det eksisterer slike markedsplasser vil det kunne lette tilgangen av risikokapital til foretak som ikke er kvalifisert for børsnotering.»

Utvalget peker på at potensielle utstedere i et marked for unoterte instrumenter typisk vil være nyetablerte og/eller mindre selskaper som ikke er kvalifisert for børsnotering, typisk fordi selskapet ikke har drevet virksomhet i tre år, jf. børsforskriften § 2-1 fjerde ledd første punktum, men som er i utvikling, og som har behov for risikokapital. Opptaksdirektivets minimumskrav vil i utgangspunktet være til hinder for at et slikt foretak kan opptas til notering på en fondsbørs. Slike selskaper vil derfor være henvist til handel på markedet for unoterte instrumenter.

Videre peker utvalget på at mange typer investorer, særlig institusjonelle investorer, har lov- eller vedtektsfestede begrensninger på hvilke markeder det kan investeres i. Blant annet gjelder dette for verdipapirfond i henhold til verdipapirfondloven og EØS-regler som svarer til UCITS-direktivet (Rdir. 85/611/EØF). For verdipapirfond er kravet foruten instrumenter notert på fondsbørser relatert til «et ... marked som er regulert, fungerer regelmessig, er anerkjent og åpent for offentligheten», jf. verdipapirfondloven § 4-4 første ledd bokstav b og EØS-regler som svarer til UCITS-direktivet artikkel 19. Etter utvalgets syn er det et behov for tillitvekkende og regulert organisering av markeder også for ikke-børsnoterte verdipapirer.

På den annen side påpeker utvalget at det er viktig at formidlings- og informasjonsvirksomhet, som kan drives effektivt med dagens reguleringsregime med konsesjon som verdipapirforetak, ikke pålegges en regulering som ikke

står i forhold til de hensyn en eventuell regulering skal ivareta, og som vil stoppe den utvikling slike alternative markedsplasser kan bidra til. Utvalget uttaler i denne forbindelse (NOU 1999:3 side 165):

«De samfunnsmessige grunner til å innføre lovregulering og konsesjonsplikt for børsvirksomhet vil normalt ikke være like sterke for slik virksomhet. For eksempel må det i utgangspunktet antas at denne ikke vil få like stor betydning for infrastrukturen i verdipapirmarkedet, som foretak som driver børs. Den enkelte markedsplass vil imidlertid kunne ønske en offentlig regulering og tilsyn for å gi utstedere og investorer et bedre og mer tillitvekkende tilbud.»

Utvalget legger til grunn at behovet for konsesjonsplikt også vil være avhengig av om slik virksomhet ellers krever konsesjon etter verdipapirhandelloven som investeringstjenestevirksomhet og således er under tilsyn mv. Utvalget forutsetter at slik konsesjonsplikt vil foreligge. Utvalget uttaler videre (NOU 1999:3 side 165):

«Etter utvalgets syn bør det som reelt sett er markedsplasser for verdipapirhandel være underlagt tilsyn, og oppfylle visse minimumskrav til blant annet kapital og god forretningsskikk. Etter utvalgets oppfatning vil det imidlertid være tilstrekkelig at markedsplassvirksomhet omfattes av verdipapirhandellovens regler om verdipapirforetak. Man sikrer da at slik virksomhet ikke drives i to «divisjoner» med for store avvik mellom reguleringsnivåene. For de foretak som finner det formålstjenlig å underlegge seg reglene for autoriserte markedsplasser, legges det opp til å etablere et mellomnivå under fondsbørsen.»

Utvalget viser til begrunnelsen i den svenske loven for ikke å knytte konsesjonsplikt til hverken børs- eller markedsplassvirksomhet og uttaler om dette (NOU 1999:3 side 165):

«Som nevnt ovenfor i kapittel 16.2.1, var bakgrunnen for dette for det første at virksomhet av slik karakter uansett vil være konsesjonspliktig som verdipapirforetak, og at det vil kunne stimulere til nyetableringer og øket konkurranse hvis ikke kompliserte definisjons- og grensedragninger settes i forgrunnen, jf Prop 1991/92:113 side 69. Videre ble det lagt vekt på at det da ble mindre viktig å ha en eksakt definisjon av virksomheten og man ville unngå å få kompliserte grenseganger som en følge av den løpende utviklingen. Det ble lagt til grunn at markedsplasser selv vil velge å søke konsesjon for å oppnå det kvalitetsstempel en børskonsesjon eller konsesjons som autorisert markedsplass utgjør, blant annet fordi mange investorer har lovbestemte eller vedtektsfestede begrensninger for investeringer i unoterte instrumenter. Dette gjelder særlig institusjonelle investorer som forsikringsselskap, visse pensjonskasser og verdipapirfond. Offentlig kontroll og tilsyn vil være ivaretatt dersom foretaket har konsesjon som verdipapirforetak.»

Utvalget anser at konsesjonsplikt knyttet til en nærmere bestemt virksomhet forutsetter at virksomheten gis en presis og rimelig praktikabel definisjon. Etter utvalgets oppfatning kan det imidlertid vise seg å være vanskelig å avgrense en slik markedsplass mot aktiviteter som ikke naturlig faller inn under en slik regulering. Utvalget skriver i denne forbindelse (NOU 1999:3 side 165):

«Det vises til at nokså forskjelligartet virksomhet vil kunne omfattes av et slikt regelverk, hvor det for hver virksomhet kan være ulik avvei-

ning av fordeler og ulemper ved en særskilt regulering. Slik virksomhet vil også kunne endre seg over tid, fordi markedet og funksjonene i markedet stadig endres. Det vises til at verdipapirforetakenes rolle som markeds plass er mer fremhevet etter at det ble åpnet opp for at disse foretakene kan drive egenhandel. Den teknologiske utviklingen har ført til at mange markeds plasser mer har karakter av elektroniske handelssystem enn fysisk møteplass. Videre har den teknologiske utviklingen bidratt sterkt til at oppdatert informasjon er mer tilgjengelig for investorene. Dette har igjen medført at investorene i større grad kan drive markedsanalyser selv. Den teknologiske utviklingen har også bidratt til at verdipapirforetakene i mindre grad har monopol på transaksjonsslutningene, fordi investorene gjennom andre kanaler kan finne motparter. Det er ingen ting som tyder på at denne utviklingen skal stoppe opp. Utvalget ser det derfor som et viktig poeng å tilstrebe et fleksibelt konsesjonsregime for markeds plassvirksomhet.»

Utvalget oppsummerer sin drøftelse slik (NOU 1999:3 side 165):

«Etter utvalgets vurdering tilsier en avveining av de hensyn som er nevnt, at det bør gis nærmere regler for markeds plasser som ikke er børs, men at det ikke bør være plikt til å søke konsesjon. Det vil således være opp til den enkelte markeds plass å foreta en avveining av fordeler og ulemper ved å underlegges en særskilt offentlig regulering. Den tilsvarende regulering gjelder som nevnt for virksomhet som autorisert markeds plass i Sverige og Danmark. Utvalget har som nevnt lagt til grunn at slik virksomhet uansett er eller bør være underlagt krav om konsesjon etter verdipapirhandelloven med mindre det altså søkes om konsesjon som børs eller autorisert markeds plass.»

Fordelen for markeds plassens ved å innhente konsesjon er i følge utvalget at den får et kvalitetsstempel fra myndighetene, gjennom det regelverk og tilsyn markeds plassens virksomhet omfattes av. Utvalget peker også på at status som «regulert markeds plass» vil kunne innebære at investorkretsen kan utvides med de institusjoner som i dag ikke kan, eller i begrenset grad kan, investere i det unoterte markedet på grunn av lovfestede begrensninger. Utvalget legger til grunn at den økede sikkerhet og orden som øket regulering innebærer, i den grad det verdsettes av markedet, vil minske den avkastningspremien investorene vil kreve, noe som igjen gir høyere kurser og derved rimeligere risikokapital for utstederforetakene.

Utvalget viser til at det er en forutsetning at markeds plassens vil anses som et regulert marked i henhold til ISD artikkel 1 nr. 13. Om konsekvensene av dette uttaler utvalget (NOU 1999:3 side 166):

- «Utenlandske investeringsforetak får rett til (direkte eller indirekte) å bli medlemmer av det regulerte markedet (på samme vilkår som for nasjonale verdipapirforetak), slikt medlemskap er betinget av at kapitaldekningsdirektivet (93/6/EØF) overholdes, det stilles krav om likebehandling, og det gis rett til fjernmedlemskap (artikkel 15 nr 1-3).
- Det regulerte markedet får rett til å utplassere terminaler m m i hjemstaten til fjernmedlem som er godkjent investeringsforetak (artikkel 15 nr 4 annet punktum).
- Direktivet synes å medføre at det må være en form for myndighets tilsyn med det regulerte markedet, jf artikkel 22 flg.
- Hvis myndighetene benytter adgangen etter artikkel 14 nr 3 og 4

(concentration rule) til å kreve at visse transaksjoner skal foretas på et regulert marked, vil den aktuelle markedsplass også være omfattet av dette.

For øvrig må de krav som er en del av den ovennevnte definisjonen (blant annet kravene til rapportering og gjennomsiktighet) oppfylles for at markedsplassen skal kunne vedbli å være et «regulert marked» i direktivets forstand, og derved beholde sin konsesjon som autorisert markedsplass.

Dette kan være en fordel for markedsplassen, fordi den på denne måten kan sikre seg medlemstilgang, uten at myndighetene (i andre land) kan legge restriksjoner på dette.

Ulempen for markedsplassen ved å underlegge seg regulering vil kunne være at reguleringen medfører kostnader og ansvar for oppfyllelse av kravene som reguleringen medfører.»

Utvalget finner at betegnelsen «autorisert markedsplass» er beskrivende for den konsesjonsordning som foreslås. Tillatelse etter reglene vil derfor gi rett til å betegne virksomheten som autorisert markedsplass. Begrepsbruken tilsvarende da lignende ordninger i Sverige og Danmark.

Om grensen mellom virksomhet som autorisert markedsplass, børsvirksomhet og virksomhet med preg av markedsplass, men som ikke faller inn under definisjonen av autorisert markedsplass, uttaler utvalget (NOU 1999:3 side 166):

«Ved at utvalgets forslag går ut på å gi adgang, men ikke plikt til å innhente konsesjon for å drive virksomhet som autorisert markedsplass, er det mindre behov for en konkret definisjon enn for børsvirksomhet, hvor selve virksomheten krever konsesjon. På den annen side skal ikke enhver virksomhet kunne få tillatelse som autorisert markedsplass.

Utvalget har tatt utgangspunkt i at foretak som driver eller organiserer et marked for finansielle instrumenter der det legges til rette for handel ved regelmessig og offentlig kursnotering, skal kunne gis konsesjon som autorisert markedsplass. Virksomhetsbeskrivelsen er med unntak av vilkåret knyttet til «opptak [...] til offisiell notering», den samme som børsvirksomhet. Det vises i den forbindelse til drøftelsen ovenfor i kapittel 16.2.

(...)

Dersom virksomheten får karakter av børsvirksomhet, må det søkes konsesjon som børs. Definisjonen av børsvirksomhet vil kunne by på noe tvil. For å avklare dette foreslås det som nevnt i kapittel 16.2.2 at Kongen i tvilstilfelle kan avgjøre om konsesjon som børs er nødvendig.»

5.1.3 Høringsinstansenes merknader

Ingen av høringsinstansene har hatt innvendinger mot at det innføres konsesjonsplikt for børsvirksomhet. *Justisdepartementet* og *Sparebankforeningen* slutter seg uttrykkelig til utvalgets konklusjon om at det er adgangen til å drive børsvirksomhet som bør kreve offentlig tillatelse, og ikke bare adgangen til å bruke betegnelsen «børs».

Videre har ingen av høringsinstansene hatt innvendinger mot at det åpnes for etablering av autoriserte markedsplasser. *Norsk Oppgjørssentral ASA* gir uttrykk for at lovforslaget vil åpne for en mer fleksibel organisering av

børsvirksomhet og markedsplassvirksomhet generelt, enn det som er tilfellet med dagens børslov. *Nærings- og handelsdepartementet* viser til at reguleringen av autoriserte markedsplasser vil kunne bidra til å øke tilgangen av risikokapital til spesielt små- og mellomstore bedrifter som ikke er kvalifisert for børsnotering og derigjennom bidra til nyskapning og økt verdiskapning. Videre viser *Nærings- og handelsdepartementet* til at etableringen av et regelverk for denne delen av markedet, vil kunne sikre større rettferdighet og orden på markedsplassen. *Næringslivets Hovedorganisasjon* anfører lignende synspunkter og viser til at det ofte er tilfeldig om førstehånds- eller annenhåndsomsetningen av finansielle instrumenter skjer via børs eller autorisert markedsplass. *Norges Bank* slutter seg til utvalgets forslag om en inndeling i ulike former for markedsplasser og et fleksibelt konsesjonsregime for slike former for markedsplassvirksomhet.

Arbeids- og administrasjonsdepartementet bemerker at revisjon av det norske børsregelverket først og fremst bør ha som målsetning å bidra til å sikre at vi i fremtiden har minst en markedsplass i Norge for typiske risikokapitalinstrumenter som aksjer og obligasjoner.

Kredittilsynet uttaler at en tror at lovforslaget, hvor det legges til rette for markedsplasser innenfor norsk jurisdiksjon, kan bidra til å møte et behov for regulerte markeder for innhenting av kapital som i dag skjer i det uregulerte og unoterte marked. Kredittilsynet anser at dette vil gi utstedere og investorer en større forutberegnelighet og kontroll med hensyn til sine disposisjoner, og som sådan virke tillitsskapende og stimulerende. Om forslagetets betydning for utviklingen av konkurrerende markedsplasser skriver Kredittilsynet følgende

«Tida vil vise om det oppstår konkurrerende eller komplementerende markedsplasser. På nasjonalt plan vil det gjerne være en tendens til at markedsplassene finner hver sine områder og i liten grad konkurrerer; til det er tilførselen av likviditet antakelig for liten. En annen sak er konkurranse fra markedsplasser i andre land etter hvert som de finansielle instrumenter møtes på nye markedsplasser og markedsplassene integreres. Men også her må det antas at tendensen til samarbeid og allianser mellom sjølstendige markedsplasser kan avdempe konkurransen på sikt.»

Kredittilsynet foreslår imidlertid at det ikke bare innføres en konsesjonsplikt for å drive «børsvirksomhet» slik lovutvalget foreslår, men at konsesjonsplikten i stedet knyttes til virksomhet som «regulert marked». Kredittilsynet bygger sin vurdering blant annet på at definisjonene av børs og autorisert markedsplass i utvalgets lovforslag ikke uten videre kan anses velegnet til å skille mellom hva som er å anse som konsesjonspliktig børsvirksomhet og hva som ikke er det. I denne forbindelse uttaler Kredittilsynet blant annet:

«Innledningsvis skal det vises til at kjernen i definisjonen av «børsvirksomhet» synes å være «opptak av finansielle instrumenter til offisiell notering» i motsetning til «offentlig kursnotering». Imidlertid er ikke begrepet «offisiell notering» definert i loven. En viss veiledning finnes imidlertid i forslaget § 5-6, hvor det forutsettes at opptak til offisiell notering skal kunne skje dersom det foreligger en betydelig handel med kursfastsettelse i den eller de underliggende instrumentene. For øvrig forutsettes vilkårene fastsatt i forskrift, og gjennom konsesjonsmyndighetens tolkning, jfr. NOU side 159 og nedenfor om EØS-kravene.

Forutsatt at det å ta opp verdipapirer til «offisiell notering» er konsesjonsbelagt etter børsloven og også straffesanksjonert, blir det av avgjørende betydning å fastlegge innholdet i denne bestemmelsen. Resten av definisjonen er i realiteten lik definisjonen av «autorisert markedsplass».

Det å oppta verdipapirer til offisiell notering kjennetegnes ved at en rekke av kravene i EU's opptaksdirektiv må være oppfylt for de selskaper som søkes/er notert. Disse kravene forutsettes implementert i lov og forskrift. Imidlertid kan det neppe være meningen at en markedsplass som ikke er børs, men eksempelvis innehar konsesjon som autorisert markedsplass, ikke på frivillig basis skal kunne operere med tilsvarende strenge opptakskrav for notering dersom markedsplassen finner dette hensiktsmessig. Et annet standpunkt ville medføre at foretaket, for å unngå å utløse konsesjonsplikt, må påse at opptakskravene til markedsplassen ikke er fullt så strenge som de krav som må være oppfylt for notering på børs. Kredittilsynet er av den oppfatning at dette er en lite gunstig løsning, og legger for øvrig til grunn at heller ikke utvalget har ment at dette skal være et resultat av konsesjonsplikten, jfr. uttalelsene på s. 159. Kredittilsynet er etter dette av den oppfatning at begrepet «offisiell notering» neppe er egnet til å avgrense det konsesjonspliktige området for børsvirksomhet, da det vanskelig kan utledes at foretak som driver som autorisert markedsplass ikke på frivillig basis kan operere med de samme kriteriene.

(...):

Utvalget uttaler for øvrig at incitamentet til å søke børskonsesjon vil ligge i eneretten til å bruke betegnelsen «børs»-status som regulert marked samt tilgang til særskilte investorgrupper med vedtektsfestede eller lov/forskriftsfestede investeringsbegrensninger. Dette er de samme hensyn som ligger til grunn for den svenske ordningen, hvor det ikke er noen plikt til å organisere børsvirksomhet etter børsloven, med mindre foretaket ønsker å benytte betegnelsen «børs». Etter dette har Kredittilsynet kommet til at utvalgets forslag i realiteten ikke fremstår vesensforskjellig fra den svenske løsningen, hvorved den nevnte virksomhet under enhver omstendighet er konsesjonspliktig, men hvor foretaket selv kan velge konsesjon enten som verdipapirforetak, som autorisert markedsplass eller som børs. Kredittilsynet viser til de begrunnelser som er anført for den svenske løsningen, jfr. NOU s. 157. Det offentligrettslige aspektet er iht. forslaget ivaretatt ved at virksomheten under enhver omstendighet vil være konsesjonspliktig.

Kredittilsynet er skeptisk til en løsning som innebærer tilsynelatende straffesanksjonert organisering som børs for en gitt virksomhet, men hvor realiteten er at foretakene selv velger organisering fordi det konsesjonspliktige området tilsynelatende ikke lar seg avgrense mot annen konsesjonsbelagt virksomhet, her som autorisert markedsplass.»

Kredittilsynet anfører at drift av markedsplasser som er åpne for allmennheten og er av et visst omfang bør forbeholdes foretak med konsesjon som autoriserte markedsplasser eller børser i henhold til børsloven. Slik virksomhet bør etter Kredittilsynets oppfatning ligge utenfor det et verdipapirforetak med konsesjon etter verdipapirhandelloven kan utøve. Dette foreslås gjennomført ved at det innføres et skille mellom drift av «regulerte markeder» (som konsesjonspliktig virksomhet etter børsloven enten som autorisert markedsplass eller børs), og drift av andre markedsplasser av mer begrenset omfang (i medhold av konsesjon etter verdipapirhandelloven).

Om praktiseringen av et regelverk i henhold til sitt eget forslag, uttaler Kredittilsynet:

«For konsesjonsmyndigheten vil det skjønnsmessig måtte tas stilling til når markedsplassfunksjonen er av et slikt omfang, enten i absolutt forstand eller relativt i forhold til den øvrige investeringstjenestevirksomheten i foretaket, at den må skilles ut og krever konsesjon som regulert marked. Relevante momenter i en slik vurdering vil være hvorvidt virksomheten går lenger enn tradisjonell market-making, ved at foretaket for eksempel formidler annen informasjon enn den som knytter seg til egen omsetning. Videre vil det være relevant hvorvidt det gjennom foretaket foregår omsetning for andres regning som har preg av at foretaket fungerer som en organisert markedsplass, herunder hvilke regler utstedere og investorer er underlagt for å delta i handelen. For tilsynsmyndigheten vil dette måtte tas stilling til i forhold til den løpende drift i det enkelte verdipapirforetak. Dersom markedsplassfunksjonen når et omfang som nevnt må den enten reduseres eller undergis konsesjonsplikt i henhold til børsloven. Hjemmelen for Kongen til å løse tvilstilfeller bør knyttes til dette skjønnsstema og dermed til grensedragning mellom børs- og verdipapirhandellovgivningen.»

Kredittilsynet viser til at dersom tilsynets løsning velges, står man fortsatt med et skille mellom børsvirksomhet og virksomhet som autoriserte markedsplasser i børsloven. Begge virksomhetene vil i henhold til Kredittilsynets forslag være konsesjonspliktige, og det bør etter Kredittilsynets oppfatning være opp til det enkelte foretak om det vil søke konsesjon som børs eller autorisert markedsplass. De fordeler konsesjon som børs gir en markedsplass, vil etter Kredittilsynets oppfatning være tilstrekkelig incitament til å søke konsesjon som børs.

Kredittilsynet er videre av den oppfatning at de rammevilkår som foreslås for børs ikke fremstår som vesentlig mer tyngende enn det som gjelder for autoriserte markedsplasser. Det er følgelig, slik Kredittilsynet ser det, neppe grunnlag for å anta at de foreslåtte krav for børs vil medføre at foretak som i realiteten ønsker å drive ren børsvirksomhet i stedet velger å organisere virksomheten som autorisert markedsplass. Kredittilsynet viser for øvrig til at en autorisert markedsplass, selv om den frivillig velger å underkaste sine medlemmer de samme krav som følger av kravene til offisiell notering, ikke vil kunne oppnå den status i forhold til EØS-direktivene som ligger i opptak til offisiell notering.

Kredittilsynet legger til grunn at det vil oppstå et grenseområde der verdipapirforetak driver virksomhet som innebærer offentlig kursnotering, uten at virksomheten utløser konsesjonsplikt etter børsloven. Samtidig konstaterer Kredittilsynet at dagens verdipapirhandellov ikke er et egnet styringsinstrument for å regulere virksomhet som markedsplass.

Kredittilsynet foreslår videre at det i utkastet til ny børslov § 1-3 og i verdipapirhandelloven § 9-1 tas inn bestemmelser som gir Kongen hjemmel til å fastsette at virksomhetsreglene for autoriserte markedsplasser i børsloven kan gis tilsvarende anvendelse for andre foretak som driver virksomhet som markedsplass. Dette innebærer i følge Kredittilsynet blant annet at det kan stilles krav til at slik virksomhet skilles ut fra annen type virksomhet, som for eksempel ytelse av investeringstjenester i henhold til verdipapirhandelloven.

Nord Pool ASA understreker i sin høringsuttalelse at det etter deres oppfatning ikke er tilfredsstillende at kun notering av egenkapitalinstrumenter kvalifiserer til børskonsesjon. *Nord Pool* uttaler

«*Nord Pool* har ved vurderingen av lovutkastet, med bakgrunn i det pågående arbeidet i varederivatutvalget, forutsatt at elbørsens kraftderivatkontrakter blir å betrakte som finansielle instrumenter, og konsekvensen av det blir at *Nord Pool* må søke om konsesjon for børsvirksomhet eller autorisert markedsplass. I denne sammenheng understreker elbørsen at lovverket må være tilrettelagt slik at *Nord Pool* ikke hindres i å søke om børskonsesjon, blant annet fordi det kan føre til en betydelig konkurransevridning i forhold til andre børser i Europa som noterer finansielle kraftkontrakter/-instrumenter. Dersom det er forutsatt at det må noteres egenkapitalinstrumenter for å kvalifisere til børskonsesjon, må dette endres slik at også varederivater kvalifiserer til børskonsesjon.»

Nord Pool forutsetter videre at den nye børslovens formål er utformet slik at *Nord Pools* virksomhet kvalifiserer til å søke om børskonsesjon, og ikke bare konsesjon som autorisert markedsplass.

Nord Pool mener at det virker lite hensiktsmessig å lovbeskytte bruken av egnavnet *børs* og hevder at dette i så fall vil være et særnorsk tilfelle.

5.1.4 Departementets vurdering

Utvalget har foreslått at børsvirksomhet bare skal kunne drives av foretak med tillatelse etter børsloven. Høringsinstansene har i hovedsak sluttet seg til dette. Departementet er enig med utvalget i at den betydning slik virksomhet har for verdipapirmarkedet for øvrig tilsier at virksomheten underlegges konsesjonsplikt. Departementet slutter seg på denne bakgrunn til utvalgets forslag om at kravet om tillatelse knyttes til virksomheten som sådan, og ikke til bruk av betegnelsen *børs* som etter gjeldende rett. Det vises til lovforslaget § 2-1 første ledd. Departementet foreslår at *børs* defineres som et foretak som organiserer eller driver et marked for finansielle instrumenter der det legges til rette for handel ved regelmessig og offentlig kursnotering og opptak av finansielle instrumenter til børsnotering i overensstemmelse med kravene i § 5-6 med forskrifter. Definisjonen bygger på utvalgets forlag til definisjon, men departementet har valgt å knytte definisjonen til «*børs*» i stedet for til «*børsvirksomhet*» som foreslått av utvalget. Videre foreslår departementet at uttrykket «opptak av finansielle instrumenter til offisiell notering» erstattes av «opptak av finansielle instrumenter til børsnotering». Forslaget medfører ingen realitetsendring i forhold til utvalgets forslag, men fører etter departementets syn til en mer hensiktsmessig utforming av regelverket. Etter departementets oppfatning gir videre den foreslåtte ordbruken et bedre uttrykk for bestemmelsens reelle innhold. Det vises til lovforslaget § 1-3 annet ledd. Forslaget medfører at det er behov for tekniske endringer i verdipapirfondloven § 4-4 hvor begrepet «offisiell notering» er benyttet. Det vises til lovforslaget § 10-3 nr. 2. Kravene i lovforslaget § 5-6 med forskrifter vil gjennomføre EØS-reglene som svarer til blant annet opptaksdirektivet og børsprospekt direktivet. Det vises til nærmere omtale av lovforslaget § 5-6 i punkt 8.2.10.

Med formuleringen «organisering eller drift» av et marked, er det ment å fange opp også de tilfeller der deler av den faktiske drift, typisk drift av et elektronisk handelssystem, foretas av og etter avtale med et annet foretak, eventu-

elt at børsen leier et handelssystem. En forutsetning for at deler av virksomheten utføres av andre enn børsen på børsens vegne er imidlertid at børsen har kontroll over og ansvaret for også denne delen av børsvirksomheten. Det vises til utvalgets omtale av dette i NOU 1999:3 på side 160 som departementet i hovedsak kan slutte seg til.

Med «finansielle instrumenter» menes finansielle instrumenter som definert i verdipapirhandelloven § 1-2 annet ledd. Når det gjelder Nord Pools høringsuttalelse viser departementet til at varederivatutvalget i NOU 1999:29 har foreslått en endring i verdipapirhandelloven § 1-2 som innebærer at varederivater skal anses som finansielle instrumenter etter verdipapirhandelloven. Spørsmålet vil bli vurdert sammen med de øvrige spørsmål som er omhandlet i NOU 1999:29 Varederivater. Blant annet på bakgrunn av Nord Pools høringsuttalelse foreslår imidlertid departementet at det fastsettes i børsloven at departementet i forskrift skal kunne fastsette at børsloven med forskrifter helt eller delvis skal få anvendelse for markedsplasser for varederivater, jf. lovforslaget § 1-4. Det vises til nærmere omtale under kapittel 13.

Utvalget har videre foreslått at det etableres en særskilt regulering for «autoriserte markedsplasser», definert som foretak som organiserer eller driver et marked for finansielle instrumenter der det legges til rette for handel ved regelmessig og offentlig kursnotering av finansielle instrumenter. Høringsinstansene har vært positive til dette. Departementet slutter seg til utvalgets forslag. Forskjellen mellom forslagene til definisjon av henholdsvis børs og autorisert markedsplass, er at kriteriet om «opptak av finansielle instrumenter til børsnotering» ikke er gjort gjeldende for autorisert markedsplass. Det vises til lovforslaget § 1-3 første ledd. Autorisert markedsplass vil som børs drive opptak av finansielle instrumenter til notering og handel, men vil ikke måtte oppfylle kravene i lovforslaget § 5-6 med forskrifter om opptak av finansielle instrumenter til børsnotering. Departementet foreslår ikke å lovfeste kriterier for opptak av finansielle instrumenter til notering og handel ved autorisert markedsplass, men etter lovforslaget § 6-4 tredje ledd skal markedsplassen selv fastsette regler og forretningsvilkår om blant annet opptak til notering og handel. Dette vil blant annet si at autoriserte markedsplasser kan velge å ha mindre omfattende opptakskriterier enn børs, slik at de kan ta opp til notering og handel finansielle instrumenter som ikke oppfyller opptakskriteriene for børs. Det vises til nærmere omtale i punkt 8.3.11.

Den foreslåtte regulering av autoriserte markedsplasser legger til rette for ordnede markedsplasser for finansielle instrumenter som ikke oppfyller de ovenfor nevnte krav i EØS-reglene som svarer til opptaksdirektivet. Lignende regler er også gitt i Sverige og Danmark.

Utvalget har foreslått at virksomhet som autorisert markedsplass ikke skal være konsesjonspliktig etter børsloven. Dersom en slik markedsplass drives kun med konsesjon som verdipapirforetak etter verdipapirhandelloven skal den i følge utvalget imidlertid ikke kunne kalle seg «autorisert markedsplass». I Sverige er markedsplasser for finansielle instrumenter i følge opplysninger i utredningen ikke underlagt konsesjonsplikt uansett om de foretar opptak av finansielle instrumenter i overensstemmelse med kravene i blant annet opptaksdirektivet eller ikke. Betegnelsene «børs» og «autorisert markedsplass» er forbeholdt foretak med konsesjon. I Danmark er det i følge opp-

lysninger i utredningen konsesjonsplikt for foretak som forestår «regelmæssig drift av et marked hvor der opptages værdipapirer til notering». Det fremgår av forarbeidene til den danske loven at det med opptak til notering siktes til opptak i overensstemmelse med kravene i opptaksdirektivet, børsprospekt-direktivet, halvårsrapportdirektivet og innsidehandeldirektivet. Videre kan Finanstilsynet beslutte at drift av marked, hvor det i vesentlig omfang handles verdipapirer som er opptatt til notering på dansk fondsbørs, visse utenlandske fondsbørser og andre regulerte markeder, skal oppfylle reglene for fondsbørs. For markedsplass for unoterte instrumenter er det valgfritt å søke om tillatelse.

Departementet mener som Kredittilsynet at drift av markedsplasser som er åpne for allmennheten og er av et visst omfang bør forbeholdes foretak med særskilt konsesjon etter børsloven og ikke kunne drives av foretak som kun har konsesjon etter verdipapirhandelloven. Departementet foreslår derfor at også virksomhet i form av autorisert markedsplass underlegges konsesjonsplikt etter børsloven. Det vises til lovforslaget § 2-1 første ledd. Departementet har lagt vekt på at verdipapirhandelloven og konsesjonskravet der ikke i tilstrekkelig grad adresserer de spørsmål som følger av «markedsplassvirksomhet». Departementet anser som Kredittilsynet at det offentlige interesse i å føre en egnet kontroll med virksomheten tilsier at slike markedsplasser reguleres av børsloven. Departementet kan heller ikke se at innføringen av et konsesjonskrav også for de autoriserte markedsplasser vil være så tyngende at det må antas å hindre en ønsket utviklingen av alternative markedsplasser.

Departementets forslag om at også virksomhet som autorisert markedsplass skal være underlagt konsesjonsplikt innebærer at konsesjonsplikt etter børsloven vil inntre i det et foretak organiserer eller driver et marked for finansielle instrumenter der det legges til rette for handel ved regelmessig og offentlig kursnotering av finansielle instrumenter. Kredittilsynet har i sin høringsuttalelse foreslått at det bør være valgfritt for det enkelte foretak om det vil søke konsesjon som børs eller autorisert markedsplass. Departementet slutter seg til dette. Det presiseres imidlertid at dersom en markedsplass først har søkt og fått konsesjon som børs, vil den måtte oppfylle de strengere krav som loven stiller til børsvirksomhet, det vil blant annet si at den må foreta opptak av finansielle instrumenter til notering og handel i henhold til lovforslaget § 5-6 med forskrifter.

Departementets forslag vil innebære at det kan oppstå grensetilfeller mellom verdipapirforetak med konsesjon etter verdipapirhandelloven og autoriserte markedsplasser som vil være underlagt konsesjonsplikt etter børsloven. Departementet legger imidlertid til grunn at denne grensen ikke vil være vanskeligere å trekke enn en grense basert på om foretaket driver opptak av instrumenter til offisiell notering eller ikke, som utvalgets forslag innebærer. Departementet slutter seg til Kredittilsynets vurdering av at relevante momenter i vurderingen av om et foretak driver virksomhet som er konsesjonspliktig etter børsloven blant annet vil være hvorvidt foretaket går lenger enn tradisjonell marketmaking, ved at foretaket for eksempel formidler annen informasjon enn den som knytter seg til egen omsetning, om det gjennom foretaket foregår omsetning for andres regning som har preg av at foretaket fungerer som en organisert markedsplass, herunder hvilke regler utstedere og investo-

rer er underlagt for å delta i handelen. Departementet foreslår en regel om at departementet i tvilstilfelle avgjør om en virksomhet omfattes av konsesjonsplikten etter børsloven. Det vises til lovforslaget § 2-1 annet ledd. Forslaget bygger på utvalgets lovutkast § 1-3 første ledd, men vil også omfatte myndighet til i tvilstilfelle å avgjøre om en står overfor virksomhet som autorisert markedsplass som krever konsesjon. Departementet finner det mer hensiktsmessig at myndigheten etter denne bestemmelsen legges til departementet enn til Kongen som foreslått av utvalget. Videre foreslår departementet at det fastsettes i verdipapirhandelloven § 7-1 annet ledd at tillatelse til å yte investerings tjenester ikke kreves for virksomhet som utøves i medhold av tillatelse som børs eller autorisert markedsplass. Det vises til lovforslaget § 10-2 nr. 5. Forslaget er i tråd med Kredittilsynets høringsuttalelse.

Konsesjonsplikten vil etter departementets forslag til § 2-1, gjelde for virksomhet som børs eller autorisert markedsplass i Norge. Dette innebærer at en utenlandsk børs eller autorisert markedsplass ikke kan drive børsvirksomhet i Norge i form av filial, men må søke om konsesjon etter børsloven og oppfylle lovens krav til organisasjonsform i tillegg til øvrige krav. ISD artikkel 15 nr. 4 fastsetter at med visse forbehold kan et investeringsforetak, dersom reglene for virksomhet på regulerte markeder i vertsstaten ikke inneholder krav om fysisk tilstedeværelse, på dette grunnlag bli medlem av eller få adgang til disse markeder uten å være etablert i vertsstaten. Hjemstaten skal tillate at regulerte markeder i vertsstaten sørger for de nødvendige midler på hjemstatens territorium, slik at dens investeringsforetak kan opptas på et regulert marked i en vertsstat i samsvar med bestemmelsen. Imidlertid følger det av ISD artikkel 15 nr. 5 at bestemmelsene i artikkel 15 ikke er til hinder for at medlemsstatene kan tillate eller forby opprettelse av nye markeder på sitt territorium. Departementet legger på denne bakgrunn til grunn at forslaget er i overensstemmelse med ISD.

Kredittilsynet har i sin høringsuttalelse pekt på at det i tillegg til markedsplasser som faller inn under børslovens definisjon av autoriserte markedsplasser vil finnes verdipapirforetak som driver virksomhet som innebærer offentlig kursnotering, uten at virksomheten utløser konsesjonsplikt etter børsloven som børs eller autorisert markedsplass. Samtidig konstaterer Kredittilsynet at dagens verdipapirhandellov ikke er et egnet styringsinstrument for å regulere virksomhet som markedsplass. Kredittilsynet foreslår på denne bakgrunn at det i børsloven § 1-3 og i verdipapirhandelloven § 9-1 tas inn bestemmelser som gir Kongen hjemmel til å fastsette at virksomhetsreglene for autoriserte markedsplasser i børsloven kan gis tilsvarende anvendelse for andre foretak som driver virksomhet som markedsplass. Dette innebærer blant annet at det kan stilles krav til at slik virksomhet skilles ut fra annen type virksomhet, som for eksempel ytelse av investeringstjenester i henhold til verdipapirhandelloven.

Departementet finner ikke å kunne slutte seg til Kredittilsynets uttalelse på dette punkt. Departementet legger til grunn at dersom virksomheten i så stor grad har karakter av å være markedsplass at det er behov for ytterligere regulering enn det som følger av verdipapirhandelloven, må en legge til grunn at grensen for hva som er konsesjonspliktig virksomhet etter børsloven er

overtrådt. Etter departementets oppfatning er det således tilstrekkelig at det innføres konsesjonsplikt for virksomhet som autorisert markedsplass.

Utvalget har foreslått at foretak som ikke har tillatelse som børs, ikke kan benytte betegnelsen børs i eller som tillegg til sitt navn, eller ved omtale av sin virksomhet, dersom bruken er egnet til å gi inntrykk av at foretaket eller virksomheten har konsesjon som børsvirksomhet etter børsloven. Tilsvarende bestemmelse er foreslått vedrørende betegnelsen som autorisert markedsplass. Departementet slutter seg til dette, jf. lovforslaget § 2-1 tredje ledd. For børsers vedkommende vil dette være en videreføring av regelen i børsloven § 1-2 annet ledd. Lignende regler er gitt i Sverige og Danmark.

Det legges opp til at reglene for både virksomhet som børs og som autorisert markedsplass skal oppfylle EØS-reglernes krav til nasjonal regulering av regulert marked. Begrepet «regulert marked» er definert i verdipapirhandelloven § 1-3 som gjennomfører EØS-regler som svarer til ISD artikkel 1 nr. 13. Etter denne bestemmelsen er et regulert marked et marked som fungerer regelmessig, som reguleres av bestemmelser som er gitt eller godkjent av myndighetene, og som angår vilkårene for hvordan markedet skal virke, herunder vilkår for adgang til markedet, vilkår for opptak til kursnotering og vilkår for at et finansielt instrument kan omsettes på markedet, og som reguleres av krav til rapportering og åpenhet. Disse vilkårene vil være oppfylt for autoriserte markedsplasser og børser etter børsloven. I henhold til verdipapirhandelloven § 1-7 kan departementet fastsette at bestemmelser i verdipapirhandelloven som gjelder børsnoterte finansielle instrumenter helt eller delvis skal gjelde tilsvarende for finansielle instrumenter som noteres eller omsettes i annet regulert marked som nevnt i § 1-3. Utvalget har foreslått at det fastsettes at foretak med konsesjon som børs eller autorisert markedsplass kan betegne sin virksomhet som regulert marked. Kredittilsynet har på sin side foreslått at ordlyden i denne bestemmelsen endres for å klargjøre at betegnelsen regulert marked *bare* skal kunne benyttes av foretak med konsesjon som børs eller autorisert markedsplass etter børsloven. Departementet slutter seg til Kredittilsynets forslag. Det foreslås på denne bakgrunn at det fastsettes at med regulert marked menes foretak med tillatelse som børs eller autorisert markedsplass. Videre foreslås det at foretak som ikke har tillatelse som børs eller autorisert markedsplass ikke skal kunne benytte betegnelsen regulert marked i eller som tillegg til sitt navn, eller ved omtale av sin virksomhet, dersom bruken er egnet til å gi inntrykk av at foretaket har konsesjon som børs eller autorisert markedsplass. Det vises til lovforslaget § 2-1 tredje ledd. Bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 1-3 anses etter dette som overflødig og foreslås opphevet. Som en følge at dette foreslår departementet også at verdipapirhandelloven § 1-7 første ledd endres slik at departementet kan fastsette at bestemmelsene i verdipapirhandelloven som gjelder børsnoterte finansielle instrumenter helt eller delvis skal gjelde tilsvarende for finansielle instrumenter som noteres på autorisert markedsplass.

5.2 Konesjonsbehandling

5.2.1 Gjeldende rett

Som nevnt under punkt 5.1.1 fastsetter børsloven § 1-2 at ingen kan opprette børs uten etter tillatelse av Kongen. Kompetansen er delegert til Finansdepartementet ved kgl.res. 30. september 1988 nr. 754. Børsloven inneholder en rekke krav til organisering og drift som forutsetningsvis må være oppfylt for at konsesjon skal kunne gis.

Gjeldende børslov inneholder ingen bestemmelser om innholdet i søknad om konsesjon som børs. Det er heller ikke i børsloven oppstilt frist for myndighetenes behandling av en konsesjonssøknad.

5.2.2 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår en videreføring av dagens regel om at Kongen er konsesjonsmyndighet etter børsloven.

Utvalget har vurdert om det bør opprettes et eget organ som konsesjons- og tilsynsmyndighet, men finner dette mindre hensiktsmessig. Det er vist til at et slikt organ krever spesialkompetanse, og at organet vil kunne få problemer med å tiltrekke seg denne kompetansen. Utvalget legger til grunn at Kongens myndighet vil bli delegert til Finansdepartementet og at konsesjonsmyndigheten kan delegeres til Kredittilsynet, dersom Finansdepartementet finner det formålstjenlig.

Utvalget legger opp til at de foretak som tilfredsstiller lovens krav til organisering og drift av børs eller autorisert markedsplass, skal få konsesjon. Dette kommer til uttrykk i utvalgets lovutkast § 2-2 hvor det heter at konsesjon til å drive børsvirksomhet eller virksomhet som autorisert markedsplass gis etter søknad til foretak som tilfredsstiller de vilkår for konsesjon som angitt i loven. En redegjørelse for de hovedvilkår for konsesjon som følger av lovforslaget er gitt i NOU 1999:3 på side 238. Utvalget foreslår imidlertid også at det oppstilles et ytterligere krav for konsesjon, nemlig at foretaket for øvrig anses skikket til å sørge for at virksomheten foregår på en måte som er i tråd med lovens bestemmelser. I tilknytning til dette vilkåret uttaler utvalget følgende (NOU 1999:3 side 238):

«Som et generelt grunnleggende krav fremgår det av lovutkastet § 2-2 at søker for øvrig skal anses skikket til å sørge for at virksomheten foregår på en måte som er i tråd med lovens bestemmelser. Dette vilkåret må generelt forventes å være oppfylt for de foretak som oppfyller lovutkastet øvrige vilkår for konsesjon, men er inntatt som en sikkerhetsventil dersom organisasjon, bemanning, systemløsninger e l likevel gir god grunn til å tro at foretaket ikke vil kunne sørge for at virksomheten foregår på en måte som er i tråd med lovens bestemmelser.»

Videre foreslås det inntatt en presisering av at det kan settes vilkår for tillatelsen. I denne forbindelse uttaler utvalget (NOU 1999:3 side 239):

«Konsesjonsmyndigheten skal imidlertid kunne stille vilkår for konsesjonen hvis det anses nødvendig av hensyn til de formål loven skal fremme.»

Utvalget drøfter om det skal kunne gis betinget konsesjon, d v s med vilkår om at konsesjonspliktig virksomhet ikke kan starte opp før visse vilkår for konsesjonen blir oppfylt. Utvalget finner det ikke hensiktsmessig å umuliggjøre at konsesjonsmyndighetene gir betingede konsesjoner, men slår fast at det bør utvises forsiktighet med bruken av slike konsesjoner. Utvalget uttaler i denne forbindelse blant annet (NOU 1999:3 side 239):

«Kredittilsynet har gitt slike konsesjoner for verdipapirforetak, der f eks garantistillelsen ikke er på plass på det tidspunkt konsesjon er gitt. Det har vist seg at slike betingede konsesjoner kan misbrukes, ved at foretak markedsfører seg med at det har konsesjon, men unnlater å opplyse at foretaket ikke har rett til å drive konsesjonspliktig virksomhet. Dette kan være uheldig. På den annen side kan det være praktisk å gi foretak konsesjon dersom bare mindre forhold gjenstår før lovens vilkår er oppfylt, og disse vilkårene vil oppfylles i løpet av kort tid. Potensielle innskytere av kapital kan videre stille vilkår om at foretaket skal ha konsesjon før de er villige til å skyte inn penger i foretaket. Dette kan etter omstendighetene løses ved at konsesjonsmyndighetene gir uttrykk for at konsesjon vil kunne gis når kapitalen er på plass, gitt at øvrige vilkår allerede er oppfylt. Man trenger således ikke benytte seg av fremgangsmåten med betinget konsesjon. Utvalget finner det imidlertid ikke hensiktsmessig å umuliggjøre at konsesjonsmyndighetene gir betingede konsesjoner. Det bør imidlertid utvises forsiktighet med bruken av slike konsesjoner. Det bør bare benyttes der det ut fra en hensiktsmessighetsvurdering finnes formålstjenlig og forsvarlig. Slike konsesjoner bør i tilfelle alltid inneholde tidsfrister for når spesifikke vilkår må være oppfylt, slik at konsesjonen automatisk trekkes tilbake dersom forholdet ikke er avklart innen fristen.»

Utvalget foreslår en regel om krav til innholdet av konsesjonssøknader. Utvalget uttaler følgende om dette (NOU 1999:3 side 239):

«Søknaden må inneholde de opplysninger og dokumentasjon som er nødvendig for at konsesjonsmyndigheten skal kunne vurdere om lovens vilkår for drift av børsvirksomhet er oppfylt.

Søker må således dokumentere organiseringsform, organsammensetning, organisasjonsplan, styremedlemmer og ledelsens egnethet og opplysninger om eierstruktur i selskapet som skal forestå virksomheten. Videre må plan for organisering av internkontrollen fremlegges.

For at konsesjonsmyndighetene skal kunne vurdere hvorvidt foretakets kapital er forsvarlig må det fremlegges driftsplan for de nærmeste tre år, som blant annet beskriver planlagt virksomhet og strategi. Foretakets kapital på konsesjonstidspunktet må kunne dokumenteres ved revisorerklæring.»

Utvalget foreslår at konsesjonsmyndigheten gis rett til å kreve fremlagt ytterligere opplysninger dersom det som er fremlagt vurderes som utilstrekkelig for å behandle søknaden.

For å sikre en effektiv behandling av saken, foreslår utvalget at det fastsettes en frist for konsesjonsmyndighetene på seks måneder på å ferdigbehandle saken. Det vises til at tilsvarende frist er gitt for konsesjonsbehandlingen av verdipapirforetak, jf. verdipapirhandeloven § 7-3 tredje ledd og foreslått i NOU 1998:14 om finansforetak, i lovforslaget § 3-7 annet ledd. Utvalget legger til grunn at fristen skal løpe fra det tidspunkt konsesjonsmyndighetene har

mottatt den dokumentasjon som er nødvendig for å fatte vedtak i konsesjons-saken.

5.2.3 Høringsinstansenes merknader

Ingen av høringsinstansene har hatt merknader til forslaget om at Kongen skal være konsesjonsmyndighet etter børsloven.

Kredittilsynet støtter utvalgets forslag om å innta en «sikkerhetsventil» knyttet til vurderingen av hvorvidt foretaket er skikket til å ha konsesjon til børs, i tillegg til de mer spesifikke egnethetskrav og generelle krav til virksomheten som fremgår av utkastets §§ 3-3 og 5-1.

Kredittilsynet gir videre sin støtte til utvalgets synspunkter vedrørende betingede konsesjoner. Kredittilsynet er i likhet med utvalget av den oppfatning at det ikke bør nedfelles lovfestede skranker mot å gi betingede konsesjoner, men at en slik konsesjon bare bør gis i unntakstilfelle. Det vises særlig til den uheldige legitimerende virkning en betinget konsesjon kan gi, samt at det kan inntreffe omstendigheter i perioden fra den betingede konsesjon ble gitt til vilkårene for konsesjon blir oppfylt som bør tillegges vekt ved spørsmålet om foretaket skal tildeles konsesjon, og som ikke nødvendigvis behøver å relatere seg til de vilkår som er satt ved betingelsen. Kredittilsynet anser det mest hensiktsmessig at vurderingen av om konsesjonsvilkårene er oppfylt skjer under ett, og vil derfor normalt avvente å gi konsesjon inntil vilkår for oppstart av virksomheten er oppfylt.

Ingen av de øvrige høringsinstanser har hatt merknader til denne delen av utvalgets forslag.

5.2.4 Departementets vurdering

Det foreslås at departementet skal være konsesjonsmyndighet etter børsloven, jf. lovforslaget § 2-2 første ledd.

Forslaget til børslov inneholder en rekke krav til virksomheten. Virksomheten vil videre etter forslaget være underlagt Kredittilsynets tilsyn. Departementet stiller derfor spørsmål ved behovet for et særskilt vilkår om skikkethet slik utvalget har foreslått. For at det foreslåtte vilkåret skulle være aktuelt måtte det på søknadstidspunktet foreligge omstendigheter, som ikke omfattes av de øvrige vilkårene, som tilsa at virksomheten ikke ville bli drevet i tråd med lovens bestemmelser. Med de omfattende kravene loven legger opp til, har departementet vanskelig for å se behovet for en slik regel. Departementet finner på denne bakgrunn ikke tilstrekkelig grunn til å følge opp utvalgets forslag om et særskilt skikkethetskrav.

Utvalget har foreslått at det fastsettes i børsloven at det kan settes vilkår for konsesjonsvedtaket. I den nærmere omtale av forslaget i NOU 1999:3 på side 239 heter det at konsesjonsmyndigheten skal kunne stille vilkår for konsesjonen hvis det anses nødvendig av hensyn til de formål loven skal fremme. Departementet legger til grunn at det er opp til departementets frie skjønn om konsesjon skal gis. Departementet viser til at det i medhold av alminnelig forvaltningsrett normalt vil være adgang til å sette vilkår for konsesjonsvedtak som er underlagt fritt skjønn. Departementet legger til grunn at dette også vil være tilfelle etter forslaget til ny børslov, uavhengig av om det tas inn en pre-

sisering av dette i lovteksten. Departementet anser på denne bakgrunn en egen bestemmelse om vilkårsstilling som overflødig.

Utvalget har foreslått at det fastsettes en seks måneders saksbehandlingsfrist for søknader om konsesjon som børs og autorisert markedsplass. Det er i noen sammenhenger satt frist for konsesjonsbehandling på finansområdet. Dette har bakgrunn i EØS-forpliktelser. Det er ikke slike forpliktelser med hensyn til denne type konsesjonssaker. Ved lovendring 25. juni 1999 nr. 47 ble det tilføyet en ny § 11 b i forvaltningsloven som gir Kongen hjemmel til på bestemte områder å fastsette frister for forvaltningens behandling av saker om enkeltvedtak ¹⁾. Departementet er likevel kommet til å ville foreslå at det fastsettes en frist i børsloven for konsesjonsmyndigheten til å ferdigbehandle saken innen 6 måneder. Fristen skal løpe fra det tidspunkt konsesjonsmyndighetene har mottatt all nødvendig informasjon for å fatte vedtak.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at det lovfestes nærmere regler om hva en konsesjonssøknad skal inneholde, og at departementet skal kunne be om ytterligere opplysninger dersom det som er framlagt vurderes som utilstrekkelig for å behandle søknaden. Det vises til lovforslaget § 2-2 første ledd. Departementet er enig med utvalget og Kredittilsynet i at det ikke bør lovfestes noe forbud mot betingede tillatelser, men viser til utvalgets og Kredittilsynets synspunkter når det gjelder å utvise forsiktighet ved bruk av betingede tillatelser. Departementet slutter seg til dette.

5.3 Endring og tilbakekall av konsesjon

5.3.1 Gjeldende rett

Børsloven inneholder ikke regler om endring eller tilbakekall av konsesjon verken som børs eller regulert marked. En adgang til å tilbakekalle en konsesjon vil imidlertid kunne foreligge i henhold til alminnelige forvaltningsrettslige regler.

5.3.2 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår at Kongen på visse vilkår helt eller delvis skal kunne endre, herunder sette nye vilkår, eller tilbakekalle tillatelse til å drive virksomhet som børs eller autorisert markedsplass. Utvalget foreslår flere alternative vilkår for endring/tilbakekall av konsesjon:

For det første foreslås det at adgang til å endre/tilbakekalle konsesjonen skal foreligge hvor konsesjonshaver ikke gjør bruk av tillatelsen innen tolv måneder, gir uttrykkelig avkall på tillatelsen eller har opphørt å drive virksomhet som børs eller autorisert markedsplass i mer enn seks måneder.

Videre foreslås det at adgang til å endre/tilbakekalle konsesjonen skal foreligge hvor konsesjonshaver har fått tillatelsen ved hjelp av uriktige opplysninger eller andre uregelmessigheter. Som eksempel på i hvilke tilfeller dette kan være aktuelt viser utvalget til tilfeller hvor det er gitt feilaktige opplysninger i konsesjonssøknaden. Utvalget uttaler i denne forbindelse at konsesjonsmyndighetene, etter omstendighetene, må kunne se an situasjonen i slike til-

¹⁾ Bestemmelsen er ikke satt i kraft pr. 16. juni 2000.

feller. Der feilen ikke beror på en bevisst feil, må konsesjonsmyndighetene ifølge utvalget kunne vurdere å godta at feilen rettes opp.

Utvalget foreslår videre at adgang til å endre/tilbakekalle konsesjonen skal foreligge hvor konsesjonshaver ikke lenger oppfyller de vilkår som kreves for tillatelsen, herunder kravene til ansvarlig kapital. Det uttales i denne forbindelse følgende (NOU 1999:3 side 240):

«Dersom lovens vilkår for konsesjon ikke lenger er oppfylt er det utvalgets syn at konsesjonen i utgangspunktet skal trekkes tilbake straks. Dette gjelder f.eks. dersom børsen ikke lenger har en ledelse eller et kapitalgrunnlag som oppfyller lovens forutsetninger. Konsesjonsmyndighetene må imidlertid etter omstendighetene kunne gi børsen en frist for å rette på forholdet, dersom dette anses forsvarlig utfra hensynet til foretaket selv, dets kunder og verdipapirmarkedet for øvrig.»

Også andre alvorlige brudd på relevant lovgivning, typisk verdipapirhandellovgivningen, skal etter utvalgets forslag i utgangspunktet kunne medføre inndragning av konsesjon. Det foreslås således at adgang til endring/tilbakekallelse skal foreligge hvor konsesjonshaver, styremedlem, daglig leder eller annen person som deltar i ledelsen av virksomheten eller deler av denne eller i andre foretaksorganer foretar alvorlige eller systematiske overtredelser av bestemmelser gitt i eller i medhold av lov. Utvalget uttaler at dette kan være tilfelle for eksempel der markedsplassen bevisst unnlater å reagere dersom markedsplassens medlemmer ikke overholder regler som er gitt for å sikre gjennomsiktighet i markedet, eller dersom visse kunder urettmessig forskjellsbehandles. Beslutning om tilbaketrekning vil ifølge utvalget blant annet være avhengig av overtredelsens grovhet, eller av om forholdet er et enkeltstående tilfelle eller ikke.

Etter utvalgets forslag skal konsesjonen også kunne endres/tilbakekalles dersom mislige forhold hos konsesjonshaver gir grunn til å frykte at en fortsettelse av virksomheten kan skade allmenne interesser. Utvalget uttaler i denne forbindelse (NOU 1999:3 side 240):

«Dette vil typisk være forhold som skader tilliten til verdipapirmarkedet, eller forhold som konkret kan sette verdipapirmarkedet i fare for en systemkrise. Et eksempel på et slikt forhold er mangelfull systemovervåking som kan føre til at verdipapiroppkjøret stanser opp.»

Endelig forslår utvalget at konsesjonen skal kunne endres/tilbakekalles dersom konsesjonshaver ikke etterkommer pålegg av Kredittilsynet gitt i medhold av § 8-4 i utvalgets forslag. Bestemmelsen er i følge utvalget ment å underbygge tilsynsmyndighetenes påleggskompetanse.

For autoriserte markedsplasser foreslår utvalget en bestemmelse om at foretak som gir avkall på eller får tilbakekalt tillatelse til å drive virksomhet som autorisert markedsplass, skal offentliggjøre denne beslutningen i Norsk lysingsblad og minst to riksdekkende aviser som må antas lest av foretakets kunder. Forslaget har sin bakgrunn i at autoriserte markedsplasser etter utvalgets forslag ikke skal underlegges konsesjonsplikt. Utvalget uttaler (NOU 1999:3 side 240):

«Slike foretak skal kunne søke konsesjon på frivillig grunnlag. Slik frivillig konsesjon kan blant annet være motivert av at foretaket ønsker det kvalitetsstempel konsesjonen innebærer. Det må følge av denne valgfriheten at foretaket må kunne levere tilbake konsesjonen når fore-

taket selv ønsker dette. Også hvis konsesjonen trekkes tilbake av konsesjonsmyndigheten vil grunnlaget for kvalitetsstempelet bortfalle. Utad fremstår imidlertid foretaket som uendret dersom det helt eller delvis fortsetter selve virksomheten. Det kan derfor være grunn til å pålegge foretaket å offentliggjøre at foretaket ikke lenger har konsesjon, slik at foretakets kunder kan forholde seg til at foretaket har endret status. Utvalget legger til grunn at slik plikt til offentliggjøring bør pålegges autoriserte markedsplasser i loven, jf lovutkastet § 2-4 siste ledd.»

5.3.3 Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet mener at utvalgets forslag bør suppleres med en adgang til endring/tilbakekall hvor konsesjonshaver ikke lenger oppfyller kravene til likviditet. Kredittilsynet viser til at utvalget har foreslått bestemmelser om at børs og autorisert markedsplass skal ha en beholdning av likvide midler, eller tilgang på slike, som ansees betryggende ut i fra foretakets virksomhet og situasjon.

Kredittilsynet reiser også spørsmål ved om bestemmelsen burde inneholdt en automatisk bortfallsregel for konkurs- og offentlig akkordforhandling, slik tilfellet er for forvaltningsselskap for verdipapirfond. Kredittilsynet viser til at det for eiendomsmeglingsforetak er automatisk bortfall av bevillingen ved konkurs.

Ingen av de øvrige høringsinstansene har hatt merknader til denne delen av forslaget.

5.3.4 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at det når visse omstendigheter foreligger, skal være adgang til helt eller delvis å endre, herunder sette nye vilkår, eller tilbakekalle tillatelse til å drive virksomhet som børs eller autorisert markedsplass. Det vises til lovforslaget § 2-3 annet ledd. En lignende bestemmelse er gitt i verdipapirhandelloven § 12-5. Departementet foreslår at myndigheten etter lovforslaget § 2-3 legges til departementet, og ikke til Kongen som foreslått av utvalget.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at tilbakekall av eller endring i tillatelsen skal kunne foretas dersom foretaket ikke gjør bruk av tillatelsen innen tolv måneder, gir uttrykkelig avkall på tillatelsen eller har opphørt å drive virksomhet som børs eller autorisert markedsplass i mer enn seks måneder. Videre skal tillatelsen kunne endres eller tilbakekalles dersom foretaket har fått tillatelsen ved hjelp av uriktige opplysninger eller andre uregelmessigheter.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at tilbakekall av eller endring i tillatelsen skal kunne foretas dersom foretaket ikke lenger oppfyller de vilkår som kreves for tillatelsen, herunder kravene til ansvarlig kapital.

Kredittilsynet har foreslått at utvalgets forslag bør suppleres med en adgang til endring/tilbakekall hvor konsesjonshaver ikke lenger oppfyller kravene til betryggende likviditet. Departementet viser til at utvalget har foreslått at tillatelsen skal kunne endres/tilbakekalles dersom foretaket ikke lenger oppfyller kravene til ansvarlig kapital. Utvalgets forslag omfatter imidlertid ikke kravene til likviditet. Departementet viser til at både krav til forsvarlig

ansvarlig kapital og betryggende beholdning av likvide midler foreslås lovfestet, og ser ikke grunn til å behandle krav til ansvarlig kapital og likviditet ulikt i denne sammenheng. Departementet slutter seg på denne bakgrunn til Kredittilsynets forslag, jf. lovforslaget § 2-3 annet ledd bokstav c). Departementet anser dette som en hensiktsmessig presisering av utvalgets forslag. Det vises til departementets vurdering av kapitalkrav under punkt 7.2.

Utvalget har foreslått at konsesjonen skal kunne endres eller tilbakekalles dersom konsesjonshaver, styremedlem, daglig leder eller annen person som deltar i ledelsen av virksomheten eller deler av denne eller i andre foretaksorganer foretar alvorlige eller systematiske overtredelser av bestemmelser gitt i eller i medhold av lov. Departementet viser til at det i verdipapirhandelloven § 12-5 nr. 5, er fastsatt at Kredittilsynet helt eller delvis kan tilbakekalle tillatelse til å yte investeringstjenester dersom *verdipapirforetaket* foretar alvorlige eller systematiske overtredelser av bestemmelser gitt i eller i medhold av lov. Departementet foreslår at en benytter samme løsning som i verdipapirhandelloven, dvs. at adgangen til å endre/tilbakekalle tillatelsen knyttes til lovovertrедelser begått av *foretaket* (børs eller autorisert markedsplass). Departementet legger til grunn at lovbrudd foretatt av de personer som var nevnt i utvalgets forslag etter en konkret vurdering vil kunne få konsekvenser for foretaket. Ordlyden legger ingen begrensinger på hvilke lovbrudd som omfattes av bestemmelsen. Særlig relevant vil imidlertid være brudd på lover eller forskrifter av stor betydning for børser eller autoriserte markedsplassers virksomhet, som f.eks. børsloven, verdipapirhandelloven, selskapslovgivningen og regnskapsloven.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at tillatelsen skal kunne endres eller tilbakekalles dersom mislige forhold hos konsesjonshaver gir grunn til å frykte at en fortsettelse av virksomheten kan skade allmenne interesser, jf. lovforslaget § 2-3 annet ledd bokstav e).

Departementet slutter seg også til utvalgets forslag om at tillatelsen skal kunne endres eller tilbakekalles dersom konsesjonshaver ikke etterkommer pålegg i medhold av § 8-4 som angitt i utvalgets utkast til børslov. Etter lovforslaget § 8-4 kan Kredittilsynet gi børs eller autorisert markedsplass pålegg om retting dersom foretaket opptrer i strid med lov eller bestemmelser gitt med hjemmel i lov eller egne regler og forretningsvilkår. Tilsvarende gjelder etter forslaget dersom foretakets ledelse eller styremedlemmer ikke oppfyller kravene til hederlig vandel og erfaring som fastsatt i § 3-2 annet ledd. Departementet foreslår at bestemmelsen også gis anvendelse i forhold til pålegg gitt av Kredittilsynet i medhold av forslaget til ny nr. 7 i kredittilsynsloven. Det vises til omtale av forslaget til denne endringen i kredittilsynsloven i punkt 15.1.3.

Departementet slutter seg til Kredittilsynets forslag om automatisk bortfall av tillatelse dersom børs eller autorisert markedsplass kommer under konkursbehandling eller offentlig akkordforhandling. Det vises til lovforslaget § 2-3 første ledd.

For øvrig foreslår departementet en teknisk endring i forhold til utvalgets forslag ved at ordet konsesjonshaver i § 2-3 annet ledd bokstavene a) til f) erstattes med foretaket.

For autoriserte markedsplasser har utvalget foreslått en bestemmelse om at foretak som gir avkall på eller får tilbakekalt tillatelse til å drive virksomhet som autorisert markedsplass, skal offentliggjøre denne beslutningen i Norsk lysingsblad og minst to riksdekkende aviser som må antas lest av foretakets kunder. Forslaget har sin bakgrunn i at autoriserte markedsplasser etter utvalgets forslag ikke skal underlegges konsesjonsplikt slik at virksomheten i prinsippet kunne videreføres også uten autorisasjon. Som følge av at departementet som omtalt i punkt 5.1 om konsesjonskrav foreslår at også virksomhet som autorisert markedsplass skal være underlagt konsesjonskrav etter børsloven anses bestemmelsen unødvendig og departementet foreslår at den utgår.

5.4 Sammenslåing og deling av børs mv.

5.4.1 Gjeldende rett

Gjeldende børslov inneholder ingen regler om sammenslåing og deling av børs.

Etter allmennaksjeloven § 13-3 og § 14-6 besluttes fusjon og fisjon av allmennaksjeselskap med flertall som for vedtektsendring.

5.4.2 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår at det fastsettes at vedtak om sammenslåing og deling av foretak som driver børsvirksomhet treffes av generalforsamlingen med flertall som for vedtektsendring. Tilsvarende skal etter forslaget gjelde ved avhendelse av en vesentlig del av børsens konsesjonspliktige virksomhet. Det foreslås at Kongen i tvilstilfelle avgjør om en avhendelse omfatter en vesentlig del av den konsesjonspliktige virksomhet og utvalget uttaler i denne forbindelse (NOU 1999:3 side 202):

«Utvalget finner det praktisk nødvendig at Kongen i tvilstilfeller kan fastsette hva som skal regnes som en vesentlig del av den konsesjonspliktige virksomheten. Når det gjelder overdragelse av aksjer vil for øvrig eierbegrensingsreglene komme til anvendelse for erverv som overstiger de foreslåtte grenser, se ovenfor under 19.2.»

Utvalget foreslår at det skal etablere plikt til å innhente samtykke fra konsesjons- eller tilsynsmyndighetene for sammenslåing eller deling av et foretak som driver børsvirksomhet og for erverv eller salg av vesentlige deler av slik virksomhet. I denne forbindelse uttaler utvalget (NOU 1999:3 side 201):

«Ved å etablere en slik plikt, gis konsesjonsmyndigheten mulighet til å vurdere om forutsetningene for konsesjon fortsatt vil være oppfylt for det foretak som skal videreføre den konsesjonspliktige virksomheten.
(...)»

Etter utvalgets oppfatning vil kontrollen mest hensiktsmessig kunne gjennomføres ved at det innføres meldeplikt før gjennomføring av fusjon, fisjon, eller erverv eller salg av en vesentlig del av den konsesjonspliktige virksomheten finner sted. Meldeplikten vil etter utvalgets syn mest hensiktsmessig kunne pålegges den som skal overta den konsesjonspliktige virksomheten.»

Dersom det foretak som skal videreføre børsvirksomheten ikke oppfyller vilkårene for å videreføre den konsesjonspliktige virksomheten, foreslår utvalget at Kongen innen tre måneder fra den dag melding er mottatt skal kunne nekte sammenslåing, deling eller avhendelse, sette vilkår for gjennomføring av transaksjonen, eller endre den konsesjon som foreligger.

Annent foretak som skal videreføre konsesjonspliktig virksomhet må etter utvalgets forslag søke konsesjon etter reglene i loven.

5.4.3 Høringsinstansenes merknader

Ingen av høringsinstansene har merknader til utvalgets forslag.

5.4.4 Departementets vurdering

Departementet er enig med utvalget i at vedtak om sammenslåing og deling av foretak med tillatelse som børs bør treffes av generalforsamlingen med flertall som for vedtektsendring. Dette følger imidlertid allerede av allmennaksjeloven § 13-3 annet ledd og § 14-6 første ledd for henholdsvis fusjon og fisjon. Allmennaksjelovens bestemmelser vil komme til anvendelse både for børs og autorisert markedsplass organisert som allmennaksjeselskap. Når departementet går inn for at børs, på samme måte som autorisert markedsplass, utelukkende skal kunne organiseres som allmennaksjeselskap, jf. omtale i punkt 6.1, finner departementet det unødvendig å gjenta det som følger av allmennaksjeloven i børsloven.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at vedtak om «avhendelse av en vesentlig del av en børs» konsesjonspliktige virksomhet skal treffes av generalforsamlingen med flertall som for vedtektsendringer. Utvalgets forslag går her lenger enn hva som følger av allmennaksjeloven. Etter departementets oppfatning tilsier børsens samfunnsmessige betydning at de samme krav stilles til foretakets avgjørelse om å avhende en vesentlig del av den konsesjonspliktige virksomhet, som til avgjørelser om sammenslåing og deling av virksomheten. Det vises til lovforslaget § 3-1 tredje ledd.

Utvalget har foreslått at vedtak om sammenslåing og deling av børs og avhendelse av en vesentlig del av den konsesjonspliktige virksomheten bør underlegges myndighetenes kontroll og krav om samtykke. Det vises til at dette vil gi konsesjonsmyndigheten mulighet til å vurdere om forutsetningene for konsesjon fortsatt vil være oppfylt for det foretak som skal videreføre den konsesjonspliktige virksomhet. Departementet er enig i utvalgets forslag, dog slik at den formelle begrensningen av departementets kompetanse som utvalget har foreslått, foreslås sløyfet. Vedtak med hjemmel i bestemmelsen må være i overensstemmelse med lovens formål, jf. lovforslaget § 1-1. Det vises til lovforslaget § 2-4.

5.5 Virksomhet i utlandet

5.5.1 Gjeldende rett

Gjeldende børslov inneholder ingen regler om en børs virksomhet i utlandet.

5.5.2 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår at det fastsettes at børs som skal utøve virksomhet i utlandet ved etablering av datterselskap eller filial, skal ha tillatelse fra Kongen. Videre foreslås det at Kongen kan sette vilkår for tillatelsen. Utvalget uttaler følgende om forslaget (NOU 1999:3 side 260):

«Myndighetene vil på denne måten få oversikt over børsvirksomhetens, eller tilknyttet virksomhets, omfang i utlandet i forhold til de krav som stilles til foretaket og dets samlede virksomhet etter lovforslaget, samtidig som godkjennelsesordningen gir myndighetene foranledning til å vurdere lovens anvendelse på filialvirksomhet i utlandet, jf § 1-2 annet ledd, samt fastsettelse av eventuelle konsesjonsvilkår for datterselskapsetableringen.»

5.5.3 Høringsinstansenes merknader

Ingen av høringsinstansene har merknader til utvalgets forslag.

5.5.4 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at norsk børs som skal utøve virksomhet i utlandet gjennom datterselskap eller filial skal ha tillatelse til dette. Departementet legger til grunn at det er opp til departementets frie skjønn om tillatelse skal gis. Det vises til lovforslaget § 2-5. Departementet kan i hovedsak slutte seg til utvalgets begrunnelse. Fordi det foreslås konsesjonsplikt også for autoriserte markedsplasser, foreslås det at bestemmelsen også gis anvendelse for disse. Departementet foreslår at myndigheten til å gi tillatelse legges til departementet og ikke til Kongen som foreslått av utvalget. Videre foreslår departementet en endring i forhold til utvalgets forslag ved at formuleringen om at det kan settes vilkår for tillatelsen sløyfes. Dette anses uansett å følge av alminnelige forvaltningsrettslige prinsipper.

6 Organisasjonsform, organer mv.

6.1 Organisasjonsform

6.1.1 Gjeldende rett

Etter gjeldende regler skal børs være organisert som selveiende institusjon, jf. børsloven § 1-1. Det er således ikke adgang til å etablere børs som aksjeselskap eller til å omdanne eksisterende børs til en annen organisasjonsform.

6.1.2 Utvalgets forslag

Utvalget har foretatt en gjennomgang av ulike organisasjonsformer med tanke på hvilken organisasjonsform som vil være hensiktsmessig for børser. Det vises til NOU 1999:3 side 168 flg., der organisasjonsformene aksjeselskap, økonomiske foreninger/andelslag, stiftelser og statsforetak gjennomgås. I vurderingen av de ulike mulige organisasjonsformene uttaler utvalget blant annet (NOU 1999:3 side 178):

« Utvalget viser til kapittel 15 ovenfor om de sentrale hensyn ved organisering av børsvirksomhet i Norge, med sikte på å legge til rette for en effektiv og velfungerende markedsplass. Utvalget har i denne sammenheng særlig vektlagt behovet for at markedsplassen skal kunne være konkurransedyktig, tillitsskapende og effektiv, samt velfungerende og forutberegnelig. Incitament til konkurransedyktig og effektiv drift hos den enkelte markedsplass, skapes blant annet gjennom at det er reell mulighet for etablering og konkurranse fra andre i det samme markedet.

(...)

Som drøftet ovenfor i kapittel 15.3 vil en organisasjonsform med eiere som har rett til andel av virksomhetens overskudd, medføre at disse stiller krav til virksomhetens lønnsomhet og avkastning. Dette vil kunne lede til bedret fokus på produktutvikling, service og generelt på behovet for å være attraktiv for kunder.»

Utvalget viser videre til at rammebetingelsene for drift av markedsplasser bør åpne for at institusjonene kan finansiere seg gjennom den finansieringsform som til enhver tid er mest hensiktsmessig på lang og kort sikt. Utvalget mener at markedsplassens investeringer og drift bør kunne finansieres både gjennom eiere, låneopptak og driftsoverskudd m.v., for å få den nødvendige fleksibilitet til å tilpasse seg endringer i finansmarkedet mv. Utvalget fremhever videre at den konkurransemessige og teknologiske utvikling både internasjonalt og i Norge taler for en organisasjonsform som er fleksibel og har muligheter til å inngå nødvendig samarbeid og allianser med andre virksomheter og infrastruktur-institusjoner i markedet.

Utvalget foreslår at børs skal kunne organiseres som allmennaksjeselskap eller som selveiende institusjon, jf. utvalgets lovutkast § 3-1.

Utvalget viser til at aksjeselskapsformen er en velkjent og velregulert juridisk organisasjonsform, som gir grunnlag for effektive beslutningsprosesser og fleksibel ledelse, sammen med god regulering av styrets og ledelsens

ansvar og oppgaver, vern av kreditorene og et grunnleggende krav til forsvarlig egenkapital i forhold til virksomhetens omfang og risiko. Utvalget viser videre til at aksjeselskapsformen gir mulighet for et direkte innflytelse fra eierne til selskapets ledelse, og til at aktivt eierskap vil kunne sikre fokus på rasjonell, økonomisk og kundeorientert drift. Aksjeselskapsformen gir i følge utvalget bedre muligheter for egenkapitalfinansiering, gjennom adgang til utstedelse av aksjer mot nytegning, opptak av konvertible lån o. l. Videre gir selskapsformen i følge utvalget et godt grunnlag for etablering av holdingmodeller, hvor ulike deler av virksomheten kan isoleres i enkeltstående juridiske enheter/resultatområder av hensyn til ulikeartede risikoaspekter, virksomhetsfokusering mv. Aksjeselskapsformen anses også av utvalget velegnet for eventuell sammenslåing og integrasjon med andre virksomheter. Utvalget viser også til at aksjeselskapsformen er den dominerende for andre institusjoner i det norske finansmarkedet, som forretningsbanker, verdipapirforetak, oppgjørssentraler mv. og til at aksjeselskapsformen har blitt den dominerende organisasjonsform for børser i utlandet. Utvalget mener at børsvirksomhet i aksjeselskapsform må stiftes og drives som allmennaksjeselskap. Utvalget begrunner dette med at børsen bør ha anledning til å innhente kapital ved emisjoner til allmennheten, at selskapets aksjer bør være registrert i Verdipapirsentralen, og at utvalget anser det mest hensiktsmessig at det strengeste regelsett med hensyn til aksjekapital, styresammensetning, regnskapskrav mv. skal komme til anvendelse for børs i aksjeselskapsform. Utvalget viser for øvrig til at både verdipapirforetak og oppgjørssentraler etter verdipapirhandelloven skal være organisert som allmennaksjeselskap.

Når det gjelder organisasjonsformen stiftelse (selveiende institusjon) viser utvalget til at selveiende stiftelser kan anses særlig egnet for virksomhet som skal være nøytral og uavhengig av brukere, eiere og andre ulike særinteresser. Utvalget uttaler (NOU 1999:3 side 180):

«En stiftelse vil ikke ha noen eiere, og således ingen eksterne (eiere eller medlemmer) som har rettigheter til løpende uttak av overskudd ved driften, til tilbakebetaling av innskudd ved avvikling av medlemskap, eller til fordeling av nettokapitalen ved eventuell avvikling. Rent kostnadsmessig sett vil fraværet av krav om å generere avkastning til eiere kunne sies å være et konkurransefortrinn.

På den annen side medfører fraværet av eiere at stiftelsen ikke kan skaffe egenkapitalfinansiering fra nye eller eksisterende eiere, men er avhengig av driftsoverskudd, lånefinansiering eller rene gaver for finansiering av virksomheten og investeringer m v. Fraværet av eiere med risiko for egen innskutt kapital kan også lede til svekket fokus på rasjonell, kostnadseffektiv og økonomisk drift og utvikling. Videre kan fraværet av eiere og medlemmer (som i en økonomisk forening) medføre en svak lojalitetsforankring til brukergrupper og finansieringskilder i en konkurranseutsatt situasjon.»

Etter utvalgets syn vil stiftelsesformen som eneste tillatte organisasjonsform for børsvirksomhet gi et svakt reelt grunnlag for konkurranse i Norge mellom ulike børser. Utvalget uttaler videre (NOU 1999:3 side 180):

«Med den helt spesielle historiske bakgrunn, oppbygging og kapitalgrunnlag som den eksisterende børs har, kan denne organisasjonsformen sies å ha gitt et rimelig grunnlag for børsens utvikling og

virksomhet frem til i dag. Selv om utvalget foreslår at børser i fremtiden skal kunne etableres i aksjeselskapsform, jf ovenfor, fremmer utvalget ikke forslag om å lovfeste noen plikt for Oslo Børs til å omdanne seg til aksjeselskap. Utvalget mener en avgjørelse om dette primært må tilligge børsens organer.»

Utvalget viser til at stiftelsesloven er under revisjon og finner det blant annet på denne bakgrunn mest hensiktsmessig at den grunnleggende regulering for selveiende institusjoner som driver børsvirksomhet fortsatt skal finnes i børsloven.

Utvalget foreslår at autorisert markedsplass skal organiseres som allmennaksjeselskap. Utvalget foreslår at allmennaksjeloven gjelder for børs og organisert markedsplass som er organisert som allmennaksjeselskap, når ikke annet følger av bestemmelser i børsloven. Videre er det foreslått regler om allmennaksjelovens og stiftelseslovens anvendelse på børs organisert som selveiende institusjon.

6.1.3 Høringsinstansenes merknader

Landsorganisasjonen i Norge går «sterkt imot» utvalgets forslag om at børs skal kunne organiseres som allmennaksjeselskap, og uttaler

«På bakgrunn av utvalgets innstilling mener LO behovet for en effektiv og velordnet markedsplass i Norge kan ivaretas med børsens nåværende organisering. LO er av den oppfatning at også kontroll- og tilsynsforhold bedre kan tilpasses samfunnets behov med nåværende organisasjonsform.»

Samtlige av de øvrige høringsinstanser som har uttalt seg om spørsmålet om organisasjonsform, har uttalt seg positivt til utvalgets forslag om at børs skal kunne organiseres som allmennaksjeselskap. *Næringslivets Hovedorganisasjon* uttaler:

«Selv om lovutkastet legger opp til to alternative organisasjonsformer, mener NHO at det er av den største betydning at den nye børs blir organisert som et allmennaksjeselskap.

NHO er enig i de hovedhensyn som børslovutvalget kommer med vedrørende de mål man setter for regulering av børsvirksomhet jfr. Innstillingen kapittel 15. Det legges der vekt på at en børs skal være effektiv og rasjonelt drevet og at den skal være kostnadseffektiv og tilitsskapende. Videre legges det vekt på at børsen skal være et ledd i å vedlikeholde og videreutvikle en nasjonal kompetanse for forvaltning av finansielle ressurser. Børslovutvalget fremhever den teknologiske utvikling som finner sted i stadig sterkere grad. Dessuten fremgår det klart av børslovutvalgets innstilling at det i fremtiden må forventes en sterkere konkurranse fra utenlandske markedsplasser. Det understrekes likeledes at finansmarkedene er i stadig utvikling og endring.

NHO finner det derfor særdeles viktig at en ny børs blir organisert på en slik måte at den kan møte de beskrevne utfordringer på en mest mulig effektiv måte. Dette kan etter NHOs mening kun skje ved at børsen blir organisert som et allmennaksjeselskap ... »

Næringslivets Hovedorganisasjon mener at en velfungerende og rasjonell børs først og fremst oppnås ved å ha et aktivt eierskap. *Næringslivets Hovedorganisasjon* uttaler at «[e]rfaringsmessig må det kunne hevdes at direkte

eierskap representerer et større engasjement og interesse enn der hvor slik eierposisjon ikke er tilstede». Næringslivets Hovedorganisasjon uttaler videre:

«Allmennaksjeselskapets største fordel er etter NHOs mening selskapets mulighet til å kunne skaffe nødvendig egenkapital på en rask måte. Dette understrekes også av børslovutvalget, jfr. side 179, som en vesentlig fordel med et allmennaksjeselskap.

Det er umulig å forutsi hvilket kapitalbehov børsen til enhver tid vil ha. NHO mener at den stadige strukturendring som skjer innen finansmarkedene og de stadige alliansebygninger som skjer, vil være med på å øke kapitalbehovet i fremtiden.

(...)

NHO har ingen tro på at børsens kapitalbehov kun kan dekkes gjennom årsavgifter rettet mot brukerne. Av den grunn vil behovet for å kunne skaffe nødvendig kapital i form av egenkapital være stort. NHO antar også at børsen i fremtiden vil ha et betydelig behov for løpende investeringer, og mener også det er store muligheter for at det vil kunne oppstå raske investeringsbehov.»

Næringslivets Hovedorganisasjon mener at man i vesentlig grad vil miste muligheten til nødvendig egenkapitaltilførsel dersom børsen fortsettes organisert som en selveiende institusjon.

Næringslivets Hovedorganisasjon kommenterer videre utvalgets forslag om at allmennaksjeloven «så langt det passer» skal gis anvendelse på børs organisert som selveiende institusjon, når ikke annet følger av bestemmelser gitt i eller i medhold av lov. Næringslivets Hovedorganisasjon viser til at stiftelsesloven er under revisjon, jf. NOU 1998:7, og finner det derfor uheldig å ha en fremtidig børs som er organisert slik at det kan oppstå tvilsspørsmål om og eventuelt i hvilken utstrekning det er reglene i stiftelsesloven, børsloven eller allmennaksjeselskapsloven som kommer til anvendelse.

Den norske Bankforening uttaler:

«Den viktigste endringen som utvalget foreslår er, etter vårt syn, at det åpnes for at børser kan organiseres som allmennaksjeselskap.

(...)

Vår fortolkning av utvalgets innstilling er at muligheten for organisering som selveiende institusjon opprettholdes fordi utvalget ikke ønsker å pålegge den eksisterende børs i Norge, Oslo Børs, å foreta omdanning til aksjeselskap. Dette, mener utvalget, må det være opp til børsens styrende organer å ta stilling til. Slik vi ser det vil de krav til organisering av børsvirksomhet som foreslås i loven åpne for en mer effektiv organisasjons- og styringsstruktur tilpasset dagens krav til konkurransedyktighet og hurtige omstillinger. Når det er sagt mener Bankforeningen at aksjeselskapsformen vil være best egnet for å drive en effektiv og konkurransedyktig norsk børs fremover. Vi finner likevel å kunne slutte oss til utvalgets forslag om at foretak som skal drive børsvirksomhet skal være organisert som allmennaksjeselskap eller selveiende institusjon, og at børsens fremtidige organisering, i samsvar med den nye loven, tas opp til vurdering av børsens organer og interessenter etter at loven er vedtatt.»

Arbeids- og administrasjonsdepartementet uttaler:

«AAD ser at det på bakgrunn av internasjonale økonomiske forhold, herunder konkurransemessige, kan være hensiktsmessig å endre re-

gelverket for organisering og drift av børser for å bidra til opprettholdelse av en nasjonalt regulert markedsplass for handel med verdipapirer og finansielle instrumenter. Et særnorsk regelverk som påvirker handel på Oslo Børs i retning av begrenset produktspekter og høye kostnader, kan over tid føre til at store norske selskaper foretrekker utenlandske markedsplasser. Konsekvensen kan være at det norske markedet, som i utgangspunktet er lite i internasjonal målestokk, «tørker inn». Dette vil få betydelige konsekvenser for næringslivets risikokapitaltilførsel.

(...)

Vi mener derfor at en revisjon av det norske børsregelverket først og fremst bør ha som målsetning å bidra til å sikre at vi i framtiden i hvertfall har minst én markedsplass i Norge for typisk risikokapitalinstrumenter som aksjer og obligasjoner. På bakgrunn av internasjonale erfaringer (og for såvidt også norske), anser vi det følgelig som mindre sannsynlig at dette vil medføre økt konkurranse i form av nyetableringer av markedsplasser i Norge for den delen av verdipapirmarkedet som Oslo Børs i dag betjener. (Mulighetene for etablering av såkalte «nisje-børser» ansees imidlertid å være til stede). Vi er imidlertid av den oppfatning at økt konkurranstrykk utenfra som følge av vidtgående internasjonalt avtaleverk (EØS, GATT) og moderne IT-baserte handelssystemer, nødvendiggjør et mer fleksibelt regelverk som gjøre det mulig for Oslo Børs å holde tritt med konkurransen internasjonalt. Utvalgets forslag om å åpne for at børsen kan organiseres som et allmennaksjeselskap, med den fleksibilitet dette innebærer mht eierskap og finansiering, virker i den sammenheng fornuftig.»

Justisdepartementet kommenterer utvalgets forslag til at allmennaksjelovens bestemmelser skal gis tilsvarende anvendelse på børs organisert som selveiende institusjon så langt det passer, og uttaler:

«Det foreslås at allmennaksjeloven - så langt den passer - i utgangspunktet skal gjelde også for selveiende institusjoner, jf lovutkastet § 1-4 annet ledd. Det er likevel gjort uttrykkelig unntak for en del av kapitlene i allmennaksjeloven. Etter vårt syn vil det nokså ofte kunne oppstå tvilsspørsmål om eller på hvilken måte en bestemmelse i allmennaksjeloven skal gis anvendelse på en selveiende institusjon, og i utgangspunktet anser vi det ikke tilstrekkelig å benytte en så lite presis form for henvisningsteknikk. Vi forstår det imidlertid slik at det i fremtiden vil være lite aktuelt at børsvirksomhet er organisert som selveiende institusjon. Dette gjør at det er mindre grunn til å gi en detaljert regulering i børsloven av i hvilken grad allmennaksjeloven skal ha anvendelse. Vi mener likevel at det kan være hensiktsmessig å gi en hjemmel til å regulere spørsmålet i forskrift dersom det skulle vise seg at det er behov for en klargjøring.»

I en tilleggsuttalelse ved brev av 18. januar 2000 til departementet gir *Oslo Børs* uttrykk for at for at den ikke anser det nødvendig å gi børs mulighet til å organisere seg som stiftelse. Oslo Børs uttaler:

«Oslo Børs kan ikke se behov for særskilt lovregulering av børs organisert som stiftelse, og vil anbefale at loven kun åpner for at børs organiseres som allmennaksjeselskap. Oslo Børs' administrasjon og styre kan for egen del vanskelig se at organisering som stiftelse vil gjøre børsen i stand til å løse de utfordringer børsen vil stå overfor. Som utvalget påpeker er det lite sannsynlig at noen ny børs kan tenkes organisert

som stiftelse. Rent lovteknisk betyr det også at loven svulmer opp og kompliseres med et regelsett som ikke kan ventes å bli brukt.»

6.1.4 Departementets vurdering

Utvalget har foreslått at børs skal kunne organiseres enten som allmennaksjeselskap eller som selveiende institusjon. Dette er i samsvar med oppgaven utvalget fikk om å utrede alternative modeller for børsvirksomhet. Departementet finner ikke grunn til å drøfte andre mulige former for organisering av børs enn de som er foreslått av utvalget. For en nærmere redegjørelse for andre mulige organisasjonsformer vises til utredningen side 168 flg.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at børs skal kunne organiseres som allmennaksjeselskap, jf. lovforslaget § 3-1 første ledd. I likhet med utvalget viser også departementet til at aksjeselskapsformen er en velkjent og velregulert organisasjonsform. Av de sentrale hensyn bak en revisjon av børslovgivningen har vært behovet for at markedsplassen skal kunne være konkurransedyktig, tillitsskapende og effektiv, samt velfungerende og forutberegnelig. Departementet antar at organisering som aksjeselskap vil kunne bidra til å oppfylle disse målsetningene ved at aksjeselskapsformen gir mulighet for effektive beslutningsprosesser og fleksibel ledelse, samt god regulering av styrets og ledelsens ansvar og oppgaver. Det vises også til at aksjelovene inneholder regler om vern av kreditorene og et krav til forsvarlig egenkapital i forhold til virksomhetens omfang og risiko. Departementet viser videre til at aksjeselskapsformen innebærer mulighet for direkte innflytelse fra eierne til selskapets ledelse, noe som kan bidra til en rasjonell og økonomisk drift. Aksjeselskapsformen vil også gi muligheter for egenkapitalfinansiering gjennom adgang til utstedelse av aksjer mot nytegning, opptak av konvertible lån mv. Aksjeselskapsformen vil åpne for etablering av holdingmodeller, hvor ulike deler av virksomheten kan isoleres i enkeltstående juridiske enheter av hensyn til blant annet ulikeartede risikoaspekter. Aksjeselskapsformen vil også åpne for eventuell sammenslåing og integrasjon med andre virksomheter. Det vises også til at aksjeselskapsformen er blitt den vanligste organisasjonsform for børs i utlandet.

Departementet er enig med utvalget i at børsvirksomhet i aksjeselskapsform må stiftes og drives som allmennaksjeselskap, og at det ikke gis anledning til å drive børs organisert som privat aksjeselskap. Departementet mener i likhet med utvalget at en børs bør ha anledning til å hente inn egenkapital ved emisjoner til allmennheten, og at det strengeste regelsett med hensyn til blant annet krav til aksjekapital, styresammensetning, regnskapskrav, fusjon og fisjon, skal komme til anvendelse for børsvirksomhet i aksjeselskapsform. Departementet viser for øvrig til at både verdipapirforetak og oppgjørssentraler etter verdipapirhandelloven skal være organisert som allmennaksjeselskap.

Departementet har etter en nærmere vurdering funnet ikke å foreslå å følge opp utvalgets forslag om at børs også skal kunne organiseres som selveiende institusjon. Departementet viser, som utvalget også har pekt på, til at fraværet av eiere medfører at stiftelser ikke kan skaffe seg egenkapitalfinansiering fra nye eller eksisterende eiere, men er henvist til finansieringsformer som gaver, lån, driftsoverskudd mv. Utvalget har videre pekt på at fraværet av

eiere med risiko for innskutt kapital kan føre til svekket fokus på rasjonell, kostnadseffektiv og økonomisk drift og utvikling. Departementet viser også til at økt økonomisk integrasjon og fortsatt teknologisk utvikling fører med seg strukturendringer for markedsplasser og børser i form av blant annet sammenslutninger og samarbeid. Departementet antar at børs organisert som selveiende institusjon ikke i samme grad som børs organisert som allmennaksjeselskap vil kunne møte de utfordringene som et marked i rask utvikling innebærer. Departementet viser til at organisering som stiftelse blant annet kan gi mindre fleksibilitet med hensyn til strukturendringer, som for eksempel fusjoner og fisjoner. Som påpekt av utvalget, og av flere høringsinstanser, synes det i hvert fall i dagens situasjon som mindre sannsynlig at noen ny børs vil bli organisert som en stiftelse. Oslo Børs har i brev av 18. januar 2000 til departementet uttalt at «Oslo Børs' administrasjon og styre kan for egen del vanskelig se at organisering som stiftelse vil gjøre børsen i stand til å løse de utfordringer børsen vil stå overfor». På bakgrunn av dette anbefaler Oslo Børs at loven kun åpner for organisasjonsformen allmennaksjeselskap. Hensynet til Oslo Børs tilsier derfor heller ikke at selveiende institusjon opprettholdes som alternativ organisasjonsform. Departementet foreslår på denne bakgrunn etter en helhetsvurdering at muligheten til å organisere børs som selveiende institusjon ikke videreføres.

Departementets forslag innebærer at Oslo Børs pålegges en plikt til å omdanne seg til allmennaksjeselskap. Departementet foreslår at det gis regler om slik omdanning i tilknytning til de øvrige overgangsreglene. Det vises til omtale i kapittel 12.

Departementet foreslår i tråd med utvalgets forslag at autorisert markedsplass skal være organisert som allmennaksjeselskap, jf. lovforslaget § 6-1.

Da det ikke foreslås at børs skal kunne organiseres som selveiende institusjon, er det ikke behov for regler som foreslått av utvalget om allmennaksjelovens og stiftelseslovens anvendelse på slike institusjoner. Departementet anser videre utvalgets forslag til regel om allmennaksjelovens anvendelse på børs og autorisert markedsplass for å være overflødig, og foreslår at denne sløyfes.

6.2 Organer, ledelse og vedtekter

6.2.1 Gjeldende rett

Regler om børsens ledelse er gitt i børsloven kapittel 2, der det er angitt at børsens ledelse skal bestå av et børsråd, et børsstyre og en børsdirektør med stedfortreder. Børsrådet er børsens øverste organ og fører tilsyn med børsstyrets og børsdirektørens forvaltning av børsen. Børsrådet oppnevnes av Kongen, og skal i henhold til loven være allsidig sammensatt og ha representanter fra ulike offentlige institusjoner og private organisasjoner som har særlig interesse av børsens virksomhet. Børsrådet velger børsens styre, som er ansvarlig for forvaltningen av børsens anliggender, organisering og drift. Børsstyret ansetter børsdirektøren som har den daglige ledelse av børsen. Børsklagenemnden er et særskilt klageorgan for børsens avgjørelser, jf. børsloven § 6-4 og børsforskriften kapittel 26.

6.2.2 Utvalgets forslag

Utvalget har foreslått alternative regler for børs organisert som henholdsvis allmennaksjeselskap og som selveiende institusjon. I det følgende gjengis bare forslagene som gjelder allmennaksjeselskap. Utvalget har foreslått at reglene om styre, ledelse og internkontroll gis tilsvarende anvendelse for autorisert markedsplass.

Generalforsamling

Utvalget viser til at for børs organisert som allmennaksjeselskap, er generalforsamlingen selskapets øverste organ, hvis myndighet og oppgaver fremgår av allmennaksjeloven kapittel 5. Utvalget har ikke funnet grunn til å foreslå særregler om generalforsamlingen.

Bedriftsforsamling

Utvalget foreslår ikke særregler om bedriftsforsamling for børs. Det vil si at allmennaksjelovens ordinære regler om bedriftsforsamling vil gjelde. Utvalget viser imidlertid til at Banklovkommissjonen i NOU 1998:14 Finansforetak foreslår bestemmelser om et organ med tilsvarende oppgaver som bedriftsforsamlingen, som av Banklovkommissjonen foreslås kalt foretaksforsamling, og uttaler om dette (NOU 1999:3 side 185):

«I motsetning til allmennaksjeloven hvor utgangspunktet er at foretak med flere enn 200 ansatte skal ha bedriftsforsamling med mindre annet er avtalt med det ansatte eller fagforeninger som representerer to tredeler av de ansatte, er utgangspunktet i lovutkastet om finansforetak at foretaket ikke skal ha foretaksforsamling med mindre dette avtales med de ansatte eller fagforeningene. For øvrig har de ansatte etter allmennaksjeloven § 6-4 rett til å velge styremedlem(mer) dersom selskapet har flere enn 30 ansatte, jf nedenfor kapittel 18.5.

Utvalget foreslår at det ikke gis særregler om bedriftsforsamling for børs, slik at allmennaksjelovens ordinære regler vil gjelde. Utvalget vil likevel vise til at Banklovkommissjonens forslag som et aktuelt alternativ, jf ovenfor, men foreslår ikke å lovfeste dette.»

Styre

Etter allmennaksjeloven § 6-1 skal allmennaksjeselskap ha et styre med minst tre medlemmer. Utvalget foreslår at styret i norsk børs skal bestå av minst fem medlemmer. Som begrunnelse for dette uttaler utvalget (NOU 1999:3 side 185):

«Etter dagens børslov skal styret ha fra fem til syv medlemmer samt eventuelle varamedlemmer slik at summen mellom medlemmer og varamedlemmer utgjør syv. For øvrig vises til at Banklovkommissjonen i NOU 1998:14 foreslår at styret i finansforetak (unntatt datterselskap i finansforetak) skal ha minst fem medlemmer, som er en videreføring av dagens krav til forretningsbanker. Med de funksjoner, virksomhet og den samfunnsmessige betydning børs må forventes å ha, kan det etter utvalgets oppfatning være behov for et større styre enn lovens minimum.»

Utvalget foreslår at daglig leder av børs ikke skal kunne være medlem av styret, og viser til at Banklovkommissjonen i sin fjerde utredning har foreslått at daglig leder ikke skal kunne være medlem av styret i finansforetak. I begrunnelsen til Banklovkommissjonen heter det (NOU 1998:14 side 94):

«Bakgrunnen for forslaget er et ønske om å gi styret en mer selvstendig stilling i forhold til den daglige ledelse i foretaket. Dagens ordning med at daglig leder i enkelte finansinstitusjoner skal være medlem av styret kan skape uklare kompetanse- og ansvarsforhold mellom styret og daglig leder. Det kan være vanskelig for styret å foreta en uavhengig vurdering av arbeidet til den daglige ledelse når daglig leder selv er styremedlem.»

Utvalget mener de samme hensyn gjør seg gjeldende i forhold til børs.

Utvalget har ikke funnet grunn til å foreslå avvik fra allmennaksjelovens regler om styrets oppgaver, eller om fordeling av myndighet i forholdet mellom styret og generalforsamling eller i forholdet mellom styret og daglig ledelse. For så vidt gjelder børsens utøvelse av forvaltningsmyndighet, foreslår utvalget at børsloven ikke skal angi hvilke av børsens organer som skal ha de ulike oppgaver som loven tillegger børsen, men at dette må avgjøres etter de alminnelige kompetansefordelingsregler, bestemmelser om intern delegasjon mv.

Utvalget foreslår ikke særregler for ansatterepresentasjon i styret utover de ordinære regler som følger av allmennaksjeloven §§ 6-4 og 6-5, som gir de ansatte rett til å velge et antall styremedlemmer og observatører avhengig av antall ansatte, dersom børsen ikke har bedriftsforsamling og har flere enn 30 ansatte. Har børsen flere enn 200 ansatte og ikke bedriftsforsamling, følger det av allmennaksjeloven en plikt til å ha ansatterepresentanter i styret. Ansatte blir etter disse reglene fullverdige styremedlemmer, til forskjell fra dagens børslov hvor det bare er ved behandling av administrative saker at børsstyret skal suppleres med ansatterepresentanter, jf. børsloven § 2-5 annet ledd.

Utvalget foreslår at det stilles særlige krav til styremedlemmenes og ledelsens kvalifikasjoner, og uttaler (NOU 1999:3 side 186):

«På bakgrunn av børsens samfunnsmessige betydning anser utvalget det som viktig at ledelsen i en børs har den nødvendige erfaring og kvalifikasjoner, og at den enkelte har ført en godandel som borger for vedkommendes integritet. Utvalget mener derfor at regler om egnethetsvurdering av ledelsen slik det er for finansinstitusjoner, oppgjørsentraler og verdipapirforetak også bør gjelde for børs. Med dette oppnås ensartede regler som følge av sammenfallende bakenforliggende hensyn.»

Daglig ledelse

Utvalget foreslår ingen særregler for daglig ledelse i forhold til det som følger av allmennaksjeloven, som bestemmer at allmennaksjeselskap skal ha daglig leder, eventuelt flere daglige ledere. Etter utvalgets forslag vil betegnelsene børsdirektør og stedfortredende børsdirektør utgå som lovbestemte titler, uten at dette vil være til hinder for at den enkelte børs fastsetter særskilte benevnelser på den daglige ledelse. Videre foreslås dagens system med åremålsansettelse av børsdirektør og børsdirektørens stedfortreder erstattet

med allmennaksjelovens system. Det vil altså etter utvalgets forslag ikke lenge være krav om en stedfortredende børsdirektør, men en slik stilling kan om ønskelig reguleres i foretakets vedtekter. Det foreslås videre krav til kvalifikasjoner ogandel for børsens daglige leder og andre som faktisk deltar i ledelsen av børsen.

Utvalget foreslår at børs skal gi melding til Kredittilsynet ved endringer i styrets sammensetning og skifte av daglig leder eller andre som faktisk deltar i ledelsen av virksomheten. Meldingen skal etter forslaget så vidt mulig gis på forhånd, og inneholde nødvendige opplysninger om kvalifikasjoner og yrkeserfaring, andel, verv eller stilling i annen virksomhet. Etter forslaget gis Kredittilsynet myndighet til å gi pålegg om at endringer ikke skal iverksettes dersom endringene kan medføre at vilkårene i bestemmelsen om styre og ledelse ikke oppfylles.

Særskilte organer - kontrollkomité m.m.

Utvalget viser til at kontrollkomité frem til i dag har vært et lovkrav for kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper, Verdipapirsentralen og oppgjørssentraler. Utvalget viser til at behovet for kontrollkomité sist ble vurdert for oppgjørssentraler ved revisjon av verdipapirhandelloven og at ordningen med kontrollkomité for oppgjørssentraler ble videreført i den nye verdipapirhandelloven.

Utvalget viser til vurderingene som ble gjort i Ot. prp. nr. 29 (1996-97) der det ble uttalt at virksomhet som oppgjørssentral anses for å være «av en slik betydning for markedet at det bør kreves at et særskilt sikkerhetsorgan som skal påse at virksomheten drives forsvarlig». Utvalget viser videre til at Banklovkommisjonen i NOU 1998:14 har vurdert behovet for krav om kontrollkomité for finansforetak og foreslått å ikke videreføre ordningen. Utvalget viser til at det i Banklovkommisjonens vurdering er lagt vekt på at ordningen med kontrollkomité for finansforetak er et særnorsk fenomen, at gjeldende kontrollkomitéordning for finansforetak har sine svakheter og ikke har fungert helt etter hensikten og at øvrige gjeldende og av Banklovkommisjonen foreslåtte krav til tilsyn og kontroll i sum vil kunne bidra til at foretaket organiseres og drives på en forsvarlig måte.

Utvalget viser til at gjeldende børslov ikke har lovpålagt krav om kontrollkomité, men at de oppgaver som for andre institusjoner er tillagt kontrollkomitéen, i børsloven er tillagt børsrådet. Det at ordningen med et børsråd ikke foreslås videreført, kan etter utvalgets syn tale for at en kontrollkomité bør videreføre børsrådets interne tilsynsoppgaver. Utvalget viser videre til at de lovbestemte kontrollkomitéene for Verdipapirsentralen og Norsk Oppgjørssentral synes å fungere bra. Utvalgets *flertall (9 medlemmer)* går inn for at børser skal ha kontrollkomité valgt av generalforsamlingen. *Flertallet* uttaler (NOU 1999:3 side 189):

«På samme måte som disse institusjonene har børsen en særpreget og egenartet virksomhet og risiko. Særlig gjelder dette de tekniske risikoelementer med hensyn til elektroniske handelssystem, samt ansvar for levering av markeds- og kursinformasjon. Svikt i de tekniske systemer til en børs vil kunne få stor betydning for verdipapirmarkedet generelt. På den annen side har børsen ikke risiko knyttet til forvaltning av kundemidler, og fyller ikke en monopolfunksjon slik for eksempel Verdipapirsentralen gjør, i den forstand at omsetningen av finansielle

instrumenter kan finne sted utenom børs eller på andre markedsplasser. Utvalgets flertall finner at børsens egenart og avhengighet av tekniske systemer tilsier at børser bør ha kontrollkomité. Dette kan også bidra til børsens tillit i markedet. Som det fremgår av lovutkast § 3-6 foreslås at kontrollkomitéen som skal velges av generalforsamlingen, skal føre tilsyn med børsens virksomhet og påse at den følger lover, forskrifter og vilkår, samt vedtak truffet av foretakets organer. Videre foreslås at komiteen skal vurdere virksomheten ut fra et sikkerhetsmessig synspunkt. Kontrollkomitéen vil etter forslaget ikke ha noen særskilt myndighet til, eller ansvar for, å overprøve eller godkjenne selskapets beslutninger eller regnskaper m m. Komiteen skal gi årlig melding til generalforsamlingen og Kredittilsynet om sitt arbeid.»

Et mindretall av utvalget (3 medlemmer) går imot forslaget om å lovfeste et pålegg om kontrollkomité og uttaler (NOU 1999:3 side 189):

«Et mindretall (medlemmene Bech, Frønsdal og Wilson) er skeptisk til å innføre ordningen med kontrollkomitéer for børser. Om bakgrunnen for dette vises til de argumenter som ligger til grunn for Banklovkommisjonens forslag om ikke å videreføre ordningen for finansforetakene. Disse hensyn gjelder etter mindretallets vurdering tilsvarende for børser. At børser ikke forvalter kunders eller andres kapital, er et tilleggsargument for at dette ikke bør gjelde børs. Dessuten vises til at utvalgets lovforslag for øvrig må forventes å styrke den offentlige kontroll og tilsyn med børser, ved at de etter forslaget vil bli underlagt tilsyn av Kredittilsynet. Å stille krav om en kontrollkomité - i tillegg til overføring til et aktivt tilsynsorgan og de nye regler om internkontroll som stilles - blir på mange måter «smør-på-flesk» etter mindretallets syn. Mindretallet vil derfor gå imot forslaget om å lovfeste et pålegg om kontrollkomité.»

Utvalget har også vurdert behovet for en egen disiplinærnemnd, med beslutningsmyndighet i disiplinærsaker for børsens aktører. En slik nemnd er pålagt etter den svenske børs- og clearingloven. Utvalget konkluderer imidlertid med at det utover en videreføring av dagens ordning med en børsklagenemnd, ikke er behov for å lovfeste krav om frittstående og nøytrale nemnder, som for eksempel disiplinærnemnd.

Internkontroll

Utvalget foreslår at styret skal fastsette retningslinjer for internkontroll og forvisse seg om at internkontrollen etableres, gjennomføres og dokumenteres på en forsvarlig måte i samsvar med styrets retningslinjer og pålegg. Det foreslås at Kredittilsynet skal kunne gi nærmere bestemmelser om gjennomføringen av slik internkontroll. Etter utvalgets forslag skal daglig leder sørge for at internkontroll etableres og gjennomføres i henhold til lov og forskrift, samt styrets vedtatte retningslinjer og pålegg. Utvalget viser til at finansinstitusjoner, Verdipapirsentralen, oppgjørssentraler og forvaltningsselskaper for verdipapirfond i dag er underlagt forskrift av 20. juni 1997 nr. 1057 om klargjøring av kontrollansvar, dokumentasjon og bekreftelse på den interne kontroll. Forskriften pålegger foretakenes styre å påse at den interne kontroll i foretaket er sikret. Utvalget uttaler (NOU 1999:3 side 190):

«Utvalget mener at en tilsvarende regel bør inngå i en ny børslov, jf lovutkastet § 3-7. Som nevnt ovenfor under 18.3 er Børsrådet tillagt en in-

ternkontrollfunksjon for børser i dag. Utvalget foreslår som nevnt å oppheve nåværende lovs ordning med et børsråd. Samtidig er det ovenfor under 18.3 konkludert med at rådets oppgaver dels overføres til en særskilt kontrollkomité for børsen. Denne er imidlertid ikke et operativt organ, men har en tilsynsrolle, og skal ikke overta styrets og ledelsens ansvar for børsens virksomhet og organisering. Etter utvalgets mening vil skjerpet fokus på styrets ansvar for internkontrollen sikre hensynet til en forsvarlig drift og internorganisering innenfor gjeldende regulering.»

Revisjon og regnskap

Utvalget foreslår at det inntas i børsloven at børs skal ha regnskapsplikt og revisjon som allmennaksjeselskap etter reglene i regnskapsloven § 1-5. Det foreslås at revisor skal velges av generalforsamlingen og at Kredittilsynet kan fastsette særlige regler om revisors arbeidsoppgaver i børs.

Vedtekter

Etter utvalgets forslag vil allmennaksjelovens bestemmelser om foretakets vedtekter gjelde for børs organisert som allmennaksjeselskap. Utvalget foreslår at det i børsloven angis at en børs' vedtekter uansett foretaksform skal inneholde opplysninger om foretakets organer, herunder valgordninger, sammensetning, myndighet og oppgaver. Etter utvalgets forslag skal Kongen godkjenne vedtektene og kan gi nærmere regler om innhold og godkjenning. Vedtektsendringer skal etter forslaget godkjennes av Kongen med mindre annet er fastsatt i forskrift.

Autoriserte markedsplasser

Etter utvalgets forslag til § 6-3 vil reglene om styre, ledelse, og internkontroll gis tilsvarende anvendelse for autoriserte markedsplasser. Utvalget har ikke foreslått at reglene om kontrollkomité, revisjon og regnskap eller vedtekter gis anvendelse for autoriserte markedsplasser.

6.2.3 Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet og Norges Fondsmeglerforbund støtter utvalgets forslag om kvalifikasjonskrav til børsledelsen. Kredittilsynet viser til at verdipapirhandelloven § 7-2 inneholder et krav om at faktisk leder skal ha erfaring fra markeder for finansielle instrumenter to av de siste fem årene før vedkommende tiltrer stillingen eller overtar den faktiske ledelse. Kredittilsynet har imidlertid ikke prinsipielle innvendinger mot utvalgets forslag. Kredittilsynet uttaler videre:

«Kredittilsynet vil også nevne at kravet til kompetanse i prinsippet er likt utformet for daglig og faktisk leder. Kredittilsynet er av den oppfatning at de konkrete krav som stilles til relevans, erfaringens lengde og alder vil kunne tilpasses den enkeltes arbeids- og ansvarsområde. Kredittilsynet vil imidlertid stille spørsmål ved om det vil være forenlig med forslaget å fullstendig se bort fra eventuell erfaring for en daglig leder som ikke samtidig er faktisk leder. Hvis så ikke er tilfelle, vil dette innebære en faktisk ulikhet for kravene til daglig leder i et verdipapirforetak og i en børs/en autorisert markedsplass (jfr. forslaget § 6-3). Det bør etter Kredittilsynets oppfatning vurderes nærmere om det

er grunn til å differensiere kravene til daglig leder for disse to foretakstypene.»

Kredittilsynet, Norges Bank, Norges Fondsmeglerforbund og Norsk Oppgjørssentral ASA støtter utvalgets flertall i forslaget om lovpålagt kontrollkomité for børser.

Norges Bank viser til at en kontrollkomité vil påse at virksomheten drives på en betryggende måte, ved å føre tilsyn med at børser følger lover, forskrifter og konsesjonsvilkår, og uttaler:

«Norges Bank legger vekt på at det ikke må bli en sammenblanding mellom den kommersielle virksomheten en børs driver og tilsynet av virksomheten. En kontrollkomite kan etter Norges Banks syn bidra til å skape tillit i markedet og støtter flertallets forslag.»

Norsk Oppgjørssentral ASA uttaler:

«Et uavhengig kontrollorgan er viktig for tilliten til sentrale aktører i finansmarkedet. Vi er kjent med at en i NOU 1998:14 Finansforetak m.v. foreslår å fjerne lovpålagt krav om kontrollkomite for finansforetak, men er av den oppfatning at dette ikke er helt relevant da det der er snakk om en annen type virksomhet enn den som bedrives av børser. Det er da mer naturlig å se til hva som gjelder for sentrale aktører i verdipapirmarkedet og det er ingen særlige grunner til å behandle sentrale tjenestetilbydere innenfor verdipapirmarkedet ulikt. Ut fra ovennevnte vurderinger støtter NOS forslaget om at børser skal ha kontrollkomite.»

Norges Fondsmeglerforbund uttrykker tilsvarende synspunkter som *Norsk Oppgjørssentral ASA*.

Kredittilsynet uttaler:

«Forslaget til børslovutvalgets flertall er langt på vei i samsvar med gjeldende regler for VPS, oppgjørssentraler og finansinstitusjoner. En forskjell er at det for VPS og finansinstitusjonene er et krav om at ett komitémedlem skal godkjennes av Kredittilsynet som juridisk kyndig medlem.

(...)

Kredittilsynet ser det som viktig at en børs i sine styrende og kontrollerende organ innehar særkompetanse for den virksomheten som utøves, herunder kompetanse knyttet til IT og edb samt rettsreglene på området. De særskilte krav til kompetanse som er påkrevet gjelder bl.a i forhold til utforming av forretningsvilkår og handelsregler samt vedlikehold og utvikling av en børs» elektroniske systemer. Kredittilsynet vil se det som en klar fordel at man legger opp til en faglig aktiv kontrollkomité i likhet med den virksomhet kontrollkomitéene i NOS og VPS utfører. Ved å ha ekspertise i en kontrollkomité samtidig som medlemmene ikke er knyttet til eiere eller brukere av børsen, vil man også kunne sikre tilstrekkelig uavhengighet og objektiv kontroll. Det er således Kredittilsynets oppfatning at en kontrollkomité vil være et nyttig og nødvendig supplement til Kredittilsynets tilsyn med børsen.»

Kredittilsynet foreslår videre at utvalgets forslag til bestemmelse om kvalifikasjonskrav for styre og ledelse gis tilsvarende anvendelse for medlemmene av kontrollkomitéen.

Oslo Børs og Sparebankforeningen i Norge slutter seg til utvalgets mindretall i synet på at det ikke bør lovfestes et krav til at børser skal ha kontrollkomité. Sparebankforeningen i Norge uttaler:

«Flertallet foreslår at børser skal ha en lovbestemt kontrollkomite. Dette kommer i tillegg til den foreslåtte plikten til innføring av internkontroll, revisors rapporteringsplikt og overvåking av Kredittilsynet. Banklovkommisjonen har i NOU 1998:4 foreslått å gjøre kontrollkomiteen til et frivillig organ for finansforetak ut fra de erfaringer som er høstet og det omfattende kontrollapparat finansforetak er underlagt. *Sparebankforeningen vil foreslå at børser selv tar stilling til om det skal opprettes kontrollkomite og at dette i tilfelle innarbeides i vedtektene.*»

Oslo Børs er videre av en annen oppfatning enn utvalget når det gjelder spørsmålet om å lovfeste krav til andre organer, og uttaler:

«Etter utvalgets oppfatning er det ikke behov for å lovfeste krav om frittstående og nøytrale nemnder, for eksempel disiplinærnemnd. Forslaget er på dette punktet ikke særlig inngående begrunnet. Utvalget peker på at de generelle habilitetsregler kombinert med et operativt tilsyn er tilstrekkelig for å sikre børsen den nødvendige tillit i markedet. *Oslo Børs* mener at det kan være behov for å lovfeste krav, om at børser skal ha slike organer. Særlig i et marked som det norske, med tette relasjoner mellom aktørene, kan det med en viss rett hevdes at fremtidige eiere av børsen også har kontakter av uformell art og det synes derfor viktig å skille (enkelte tilsynsoppgaver) fra den forretningsmessige driften. En slik deling vil kanskje også redusere eventuelle skeptikers motstand mot aksjeselskapsformen.

(...)

Den svenske børs- og clearingloven pålegger børsene å opprette egne disiplinærkomitéer. En slik nemnd oppnevnes av børsens styre. Nemnden har beslutningsmyndighet i disiplinærsaker for børsens aktører. I tillegg har Stockholms Fondbörs opprettet en egen «bolagskomité» for overprøving av opptakskrav. Denne er ikke lovregulert. Begrunnelsen for å opprette egne organer er angitt å være risikoen for interessekonflikter ved at store eiere i børsen også er utstedere eller børsmedlemmer. Utover disse eksemplene på oppgaver, kan en annen oppgave hvor de samme hensynene sterkt gjør seg gjeldende tenkes lagt til et organ som opptrer uavhengig av børsens styre. Dette gjelder avgjørelser knyttet til tilbudsplikt.»

Kredittilsynet slutter seg til utvalgets forslag til egen bestemmelse i børsloven om styrets ansvar for internkontroll.

Til utvalgets forslag til bestemmelse om revisjon og regnskap, uttaler Kredittilsynet:

«Kredittilsynet støtter utvalgets forslag, som innebærer at kravet til autorisert revisor utgår, samt at bestemmelser om revisjon og regnskap skal følge de regler som for øvrig gjelder for den organisering som er valgt. Dersom markedsplassen/børsen ikke noteres på annen børs, vil den foreslåtte ordningen medføre at børsen/markedsplassen ikke plikter å utarbeide delårsregnskap. Kredittilsynet har imidlertid ingen innvendinger til dette.»

Kredittilsynet støtter utvalgets forslag om at en børs' vedtekter og endringer i disse skal godkjennes av Kongen, og uttaler videre:

«Enkelte endringer i vedtektene vil imidlertid åpenbart i hovedsak rette seg mot børsen eller den autoriserte markedsplassens interne selskapsrettslige forhold. Godkjenning av denne type vedtekter vil kunne ha begrenset tilsynsmessig effekt, samtidig som en slik godkjenningsordning må antas å ha en forsinkende effekt på gjennomføringen av vedtektsendringene. Kredittilsynet støtter derfor forslaget om at det kan fastsettes forskrift som nærmere regulerer hvorvidt enkelte typer vedtektsendringer ikke må godkjennes. Hovedregelen vil imidlertid være at vedtektsendringer skal godkjennes.»

6.2.4 Departementets vurdering

Det følger av allmennaksjeloven at generalforsamlingen vil være øverste organ i børs organisert som allmennaksjeselskap. Departementet finner i likhet med utvalget ikke grunn til å foreslå særregler om generalforsamlingen. Departementet slutter seg videre til utvalget i forslaget om at det ikke gis særregler om bedriftsforsamling for børs, slik at allmennaksjelovens alminnelige regler vil gjelde også for bedriftsforsamling i børs.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at styret i børs skal bestå av minst fem medlemmer jf. lovforslaget § 3-2 første ledd. Departementet mener i likhet med utvalget at børsens oppgaver og funksjoner tilsier lovfesting av krav om et høyere antall styremedlemmer i børs enn det minimum på tre medlemmer som følger av allmennaksjeloven § 6-1. Departementet viser i denne forbindelse til at gjeldende børslov bestemmer at børsen skal ha et styre med fem til syv medlemmer samt eventuelle varamedlemmer slik at summen av medlemmer og varamedlemmer utgjør syv, jf. børsloven § 2-2. Departementet viser videre til at Banklovkommisjonen i NOU 1998:14 foreslår at finansforetak (unntatt datterselskap i finansforetak) skal ha minst fem medlemmer, som er en videreføring av dagens krav til styre i forretningsbanker.

Etter allmennaksjeloven § 6-1 kan daglig leder i allmennaksjeselskap ikke velges som styreleder. Det er imidlertid etter allmennaksjeloven ikke noe forbud mot at daglig leder er medlem av styret. Banklovkommisjonen har i sin fjerde utredning om finansforetak (NOU 1998:14) foreslått at daglig leder i finansforetak ikke skal kunne være medlem av styret. Bakgrunnen for Banklovkommisjonens forslag er et ønske om å gi styret en mer selvstendig stilling i forhold til den daglige ledelse i foretaket. Departementet mener i likhet med utvalget at de samme hensyn gjør seg gjeldende for børs, og slutter seg til utvalgets forslag om at daglig leder i børs ikke samtidig skal kunne være medlem av styret.

Etter gjeldende børslov skal børsstyret suppleres med et medlem og et fast møtende varamedlem valgt av og blant de ansatte ved børsen ved behandlingen av administrative saker. Etter utvalgets forslag vil det ikke gis særregler for ansatterepresentasjon i børsens styre, det vil si at de ordinære regler om ansatterepresentasjon i allmennaksjeloven vil gjelde. Allmennaksjeloven §§ 6-4 og 6-5 gir de ansatte, dersom børsen har flere enn 30 ansatte og ikke har bedriftsforsamling, rett til å velge et antall styremedlemmer og observatører avhengig av antall ansatte. Dersom foretaket har flere enn 200 ansatte og ikke har bedriftsforsamling, følger det av allmennaksjeloven en plikt til å ha ansatterepresentanter i styret. Til forskjell fra gjeldende børslov, der ansatterepresentantene kun skal supplere styret ved behandlingen av administrative saker, vil

de ansattes representanter etter allmennaksjeloven i tilfelle være fullverdige styremedlemmer. Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at de alminnelige reglene i allmennaksjeloven om ansattes representasjon i styret skal gjelde for børs.

Departementet finner i likhet med utvalget ikke grunn til å foreslå særlige regler som avviker fra allmennaksjelovens regler om styrets oppgaver, eller om fordeling av myndighet i forholdet mellom styret og daglig ledelse.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at det ikke gis særregler i børsloven for en børs' daglig ledelse. Etter allmennaksjeloven skal allmennaksjeselskap ha daglig leder eller eventuelt flere daglige ledere. Etter forslaget vil betegnelsene børsdirektør og stedfortredende børsdirektør utgå som lovbestemte titler, dette vil imidlertid ikke være til hinder for at den enkelte børs fastsetter særskilte benevnelser på den daglige ledelse. Forslaget innebærer videre at dagens system med åremålsansettelse av børsdirektør og børsdirektørens stedfortreder erstattes av allmennaksjelovens system. Dette betyr blant annet at det ikke lenger vil være krav om at børsen skal ha stedfortredende direktør.

Departementet foreslår i tråd med utvalgets forslag at styremedlemmer, daglig leder og andre som faktisk deltar i ledelsen av børsen skal ha relevante kvalifikasjoner og yrkeserfaring, jf. lovforslaget § 3-2 annet ledd. Avgjørelsen av hvem som faktisk deltar i ledelsen må etter departementets syn bero på en konkret vurdering. Kredittilsynet har bemerket at utvalgets forslag ikke angir noe konkret tidsangivelse for relevant yrkeserfaring, slik det er angitt for verdipapirforetak etter verdipapirhandelloven § 7-2 og at en slik tidsangivelse i noen grad kunne øke søkerens forutberegnelighet. Departementet ser ikke noe stort behov for å konkretisere et bestemt krav til erfaringens varighet og viser i denne forbindelse til at verdipapirhandelloven heller ikke angir noen konkret tidsperiode for den påkrevde erfaring for faktisk leder av oppgjørssentral, jf. verdipapirhandelloven § 6-1.

Kredittilsynet har påpekt at kravet til kompetanse etter utvalgets forslag i prinsippet er utformet likt for daglig leder og andre som faktisk leder virksomheten, og stiller spørsmål ved om utvalgets forslag vil innebære at det ikke vil være mulig å se bort fra eventuell manglende erfaring for en daglig leder som ikke samtidig skal være faktisk leder. Kredittilsynet viser til at dette i så fall vil innebære en forskjell fra kravene til ledelsen i verdipapirforetak, der det er presisert at kravet til relevant erfaring gjelder for den som faktisk leder virksomheten, jf. verdipapirhandelloven § 7-2. Departementet legger til grunn at utvalgets forslag åpner for at det kan legges ulik vekt på erfaring etter hvilken faktisk rolle en daglig leder i en børs skal ha. Departementet viser til at begrepet «relevante kvalifikasjoner og yrkeserfaring» i forslaget gir mulighet til å legge vekt på kvalifikasjonenes og erfaringens relevans i forhold til den stillingen som skal fylles. Dette betyr at ulike typer kvalifikasjoner og erfaring kan anses relevante, sett på bakgrunn av om daglig leder også skal være faktisk leder av virksomheten eller ikke.

Utvalget har foreslått at styremedlemmer, daglig leder og andre som faktisk deltar i ledelsen av børsen skal ha ført en hederlig vandel og for øvrig ikke ha gjort seg skyldige i straffbare forhold eller annen utilbørlig adferd som gir grunn til å anta at stillingen eller vervet ikke vil kunne ivaretas på en forsvarlig

måte. Departementet anser kriteriet «gjort seg skyldig i straffbare forhold» for å være overflødig ved siden av kravet til hederligandel. Departementet legger til grunn at det ved vurderingen av om en leder eller et styremedlem oppfyller kravene til hederligandel, vil være naturlig å ta utgangspunkt i vandelsattest utstedt av politiet. Departementet finner ikke grunn til å forsøke å gi noen uttømmende oversikt over hvilke straffbare forhold som vil innebære at vandelskravet ikke er oppfylt, men viser til at aktuelle lovbrudd typisk vil være brudd på verdipapirhandellovgivningen, vinningsforbrytelser, brudd på selskapslovgivningen og for øvrig såkalt «økonomisk kriminalitet». Ved vurderingen bør det ses hen til hvor alvorlig det aktuelle forhold er. Det bør også kunne ses hen til hvor lang tid som er gått siden det aktuelle forhold fant sted. I utgangspunktet bør det foreligge dom for et straffbart forhold, men dette bør etter departementets syn ikke være noe ufravikelig krav. Det bør imidlertid etter departementets syn utvises forsiktighet med å legge til grunn at en person ikke oppfyller kravet til hederligandel dersom det ikke foreligger dom på straffbart forhold. Departementet finner ikke grunn til å konkretisere hva som kan være utilbørlig adferd, som gjør en person uskikket til å være leder eller styremedlem i børs, men viser til at den utilbørlige adferden må være av en slik art at den gir grunn til å anta at stillingen eller vervet ikke vil kunne ivaretas på en forsvarlig måte. For øvrig slutter departementet seg til utvalgets forslag.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at børs skal gi Kredittilsynet melding ved endringer i foretakets styre og ledelse, og til at Kredittilsynet gis kompetanse til å pålegge at endringer ikke skal iverksettes dersom disse medfører at kravene til styre og ledelse ikke lenger vil være oppfylt. Det vises til lovforslaget § 3-2 tredje og fjerde ledd.

Utvalget har som nevnt vært delt i spørsmålet om det bør lovfestes et krav om at børs skal ha kontrollkomité. Flertallet har foreslått et slikt krav, og har blant annet vist til at de oppgaver som i andre institusjoner er tillagt kontrollkomitéen, i gjeldende børslov er tillagt børsrådet, som etter forslaget ikke vil videreføres. Et mindretall av utvalget mener et lovpålagt krav om kontrollkomité for børser er overflødig, blant annet på bakgrunn av at utvalgets lovforslag for øvrig må forventes å styrke den offentlige kontroll og tilsyn med børser, i og med at børser etter forslaget skal underlegges tilsyn av Kredittilsynet. Mindretallet har også vist til at Banklovkommisjonen ikke foreslår å videreføre kravet til kontrollkomité for finansforetak, jf. NOU 1998:14. Av høringsinstansene har Oslo Børs og Sparebankforeningen sluttet seg til mindretallets forslag, mens Kredittilsynet, Norges Bank, Norges Fondsmeglerforbund og Norsk Oppgjørssentral ASA støtter flertallets forslag om å lovfeste et krav om kontrollkomité. Departementet slutter seg til utvalgets flertall i forslaget om at det bør være et lovkrav at børser skal ha kontrollkomité. Departementet viser til at ordningen med kontrollkomité for oppgjørssentral og Verdipapirsentralen synes å ha fungert etter hensikten. Etter departementets syn er det mer naturlig å trekke paralleller til disse institusjonene enn til finansforetak, da børser virksomhet og risiko etter departementet syn har mer til felles med de nevnte institusjoner enn med finansforetak. Utvalgets flertall har vist til at dette særlig gjelder de tekniske risikoelementer med hensyn til det elektroniske handelssystem, samt ansvar for levering av markeds- og kursinforma-

sjon. Departementet slutter seg til denne vurderingen, og viser for øvrig til flertallets begrunnelse. Departementet legger også vekt på at Kredittilsynet i sin høringsuttalelse har uttalt at en kontrollkomité vil være et nyttig og nødvendig supplement til Kredittilsynets tilsyn med børsen.

Departementet vil videre peke på at de personer som utfører markedsovervåking på den enkelte børs vil kunne være i en utsatt posisjon. Markedsovervåkingen vil f.eks. kunne avdekke forhold som involverer lovovertridelser begått av utstedere, børsmedlemmer eller børsens eiere, tillitsmenn eller øvrige ansatte. Departementet mener det kan være behov for særskilt oppfølging av den del av foretaket som forestår markedsovervåking for å sikre de ansattes integritet. Dette gjelder blant annet i forhold til oppsigelser og andre arbeidsrettslige reaksjoner mot de ansatte i slike enheter. Det er avgjørende at det ikke tas utenforliggende hensyn ved slike avgjørelser, for å sikre en effektiv markedsovervåking. Børsens kontrollkomité bør etter departementets oppfatning være særlig oppmerksom på denne problemstillingen. Departementet foreslår at kontrollkomité for børs skal ha minst tre medlemmer valgt av generalforsamlingen. Det foreslås at kontrollkomitéens oppgave skal være å føre tilsyn med at børsen følger lover, forskrifter og konsesjonsvilkår, samt vedtekter og vedtak truffet av foretakets organer, og herunder vurdere sikkerhetsmessige forhold ved virksomheten. Det foreslås at generalforsamlingen skal fastsette instruks for kontrollkomitéen og at instruksen skal godkjennes av Kredittilsynet. Forslaget er i tråd med utvalgets forslag. Det vises til lovforslaget § 3-3.

Departementet kan ikke se at utvalget har vurdert om det skal gis nærmere regler om vilkår for å kunne velges til medlem av kontrollkomiteen. Departementet viser til at slike regler gjelder for kontrollkomitémedlemmer i forretningsbanker og sparebanker, jf. forretningsbankloven § 13 og sparebankloven § 13. Departementet foreslår at det gis en hjemmel for Kredittilsynet til å fastsette nærmere regler om sammensetningen av og om virksomheten til kontrollkomitéen. Kredittilsynet har foreslått at utvalgets forslag til bestemmelse om kvalifikasjonskrav for styre og ledelse gis tilsvarende anvendelse for medlemmene av kontrollkomitéen. Departementet forutsetter at den foreslåtte hjemmel i lovforslaget § 3-3 også gir hjemmel til å regulere eventuelle kvalifikasjonskrav for medlemmer av kontrollkomitéen.

Utvalget har vurdert behovet for å lovfeste krav om frittstående og nøytrale nemnder, for eksempel disiplinærnemnd, men har konkludert med at det ikke er behov for en slik ordning ved siden av videreføringen av ordningen med en egen klagenemnd. Oslo Børs er uenig i utvalgets syn, og mener det kan være behov for å lovfeste krav om at børs skal ha slike organer. Oslo Børs viser blant annet til at den svenske børs- og clearingloven pålegger børsene å opprette egne disiplinærkomitéer. Departementet slutter seg til utvalgets vurdering av at det ikke er behov for å lovfeste krav til slike frittstående organer. Departementet antar at den svenske ordningen med disiplinærnemnder i hovedsak er begrunnet i den særskilte risikoen for interessekonflikter ved at store eiere i børsen også er utsteder eller børsmedlem, noe som må ses i sammenheng med at det ikke er eierbegrensingsregler for svenske børsere. Etter departementets syn vil den foreslåtte ordning med at børsere underlegges tilsyn av Kredittilsynet, samt videreføringen av ordningen med en egen børskla-

genemnd redusere behovet for å lovfeste krav til for eksempel disiplinærnemnd. Den enkelte børs står imidlertid fritt til å opprette en slik funksjon dersom dette finnes ønskelig.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at det skal lovfestes at styret skal fastsette retningslinjer for internkontroll, og at Kredittilsynet skal kunne gi nærmere bestemmelser om gjennomføringen av slik internkontroll. Departementet viser til at regler om fastsettelse av retningslinjer for internkontroll gjelder for finansinstitusjoner, forvaltningsselskaper for verdipapirfond, oppgjørssentraler og Verdipapirsentralen, jf. forskrift 20. juni 1997 nr. 1057 om klargjøring av kontrollansvar, dokumentasjon og bekreftelse på den interne kontroll og at det etter gjeldende børslov § 2-2 tilligger Børsrådet en internkontrollfunksjon i dag. Etter departementets forslag skal styret forvisse seg om at internkontrollen etableres, gjennomføres og dokumenteres på en forsvarlig måte i samsvar med styrets retningslinjer og pålegg. Daglig leder skal sørge for at internkontroll etableres og gjennomføres i henhold til lov og forskrifter, samt styrets vedtatte retningslinjer og pålegg. Det vises til lovforslaget § 3-4.

Departementet viser til at børs, som etter forslaget skal organiseres som allmennaksjeselskap, vil ha regnskapsplikt etter regnskapsloven. Videre følger det av allmennaksjeloven at revisor skal velges av generalforsamlingen. Børs vil ha plikt til å la årsregnskapet bli revidert av minst én registrert eller statsautorisert revisor, evt. av revisjonsselskap som er godkjent av Kredittilsynet og som skal utpeke en ansvarlig revisor som er registrert eller statsautorisert revisor for oppdraget, jf. revisorloven § 2-2. Departementet finner det på denne bakgrunn ikke nødvendig å ta inn bestemmelser om disse forhold i børsloven. Departementet slutter seg imidlertid til utvalgets forslag om at Kredittilsynet skal kunne fastsette nærmere regler om revisors arbeidsoppgaver i børs, jf. lovforslaget § 3-5. Ingen av høringsinstansene har hatt merknader til dette.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at en børs' vedtekter skal godkjennes. Utvalget har foreslått at vedtektene skal godkjennes av Kongen. Departementet foreslår at denne myndigheten, i tråd med hva som foreslås for blant annet konsesjonsmyndighet, legges til departementet. Departementet slutter seg videre til utvalgets forslag om at vedtektsendringer som hovedregel krever godkjenning. Enkelte endringer i vedtektene vil imidlertid i hovedsak rette seg mot børsens interne selskapsrettslige forhold. Godkjenning av endring av denne type vedtektsbestemmelser vil som påpekt av Kredittilsynet ha en begrenset tilsynsmessig betydning, og vil kunne ha en unødvendig forsinkende virkning på gjennomføringen av vedtektsendringene. Departementets foreslår at departementet skal kunne gi nærmere regler om innhold og godkjenning av vedtekter. Det vil herunder kunne bestemmes i forskrift at visse typer av vedtektsendringer ikke behøver godkjenning. Det vises til lovforslaget § 3-1. I § 3-1 foreslås det også at vedtak om avhendelse av en vesentlig del av den konsesjonspliktige virksomheten skal treffes av generalforsamlingen med flertall som for vedtektsendring. Det vises til nærmere omtale av denne bestemmelsen under kapittel 5.4.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at § 3-2 om styre og ledelse og § 3-4 om internkontroll gis tilsvarende anvendelse for autoriserte

markedsplasser. Det vises til lovforslaget § 6-8. Departementet mener det ikke er behov for å fastsette et krav om kontrollkomité for autoriserte markedsplasser. Utvalget har heller ikke foreslått dette. Departementet legger til grunn at autoriserte markedsplasser ikke vil ha slik sentral stilling i verdipapirmarkedet som børs, og antar at det med hensyn til kontroll av virksomheten er tilstrekkelig at autoriserte markedsplasser vil være underlagt tilsyn av Kredittilsynet.

7 Eier- og kapitalforhold mv.

7.1 Eierforhold mv.

7.1.1 Gjeldende rett

Etter gjeldende børslov kan børs bare organiseres som selveiende institusjon, jf. børsloven § 1-1. Det eksisterer derfor i dag ikke regler om eiermessige forhold i børs. For andre typer institusjoner i finansmarkedet gjelder det regler om eierbegrensning, jf. finansieringsvirksomhetslovens hovedregel om at ingen kan eie mer enn 10 prosent av finansinstitusjon, og hovedregelen i verdipapirhandelloven § 6-1 syvende ledd om at ingen kan eie mer enn 20 prosent av aksjekapitalen i oppgjørssentral. Det gjelder ikke eierbegrensningsregler for verdipapirforetak, men verdipapirhandelloven stiller krav om melding til Kredittilsynet ved erverv av betydelig andel i verdipapirforetak.

7.1.2 Utvalgets forslag

Eierbegrensninger

Utvalget viser til at det i Norge er tradisjon for at institusjoner i finansmarkedet er underlagt eierbegrensninger. Utvalget viser til at eierbegrensningsregler er gitt for å sikre eierspredning i institusjonene, og at begrunnelsen for slik eierspredning ligger i behovet for å forhindre maktkonsentrasjon i institusjoner som har vesentlig samfunnsmessig betydning, herunder å sikre en hensiktsmessig konkurransestruktur. Utvalget uttaler at en eventuell fastsetting av eierbegrensningsregler for institusjoner som skal drive børsvirksomhet må forankres i et behov for eierspredning. Utvalget viser til at et hovedhensyn for regulering av børsvirksomhet er behovet for tillit fra markedetsaktørene, og at markedsplassen for å oppnå dette målet må fremstå som nøytral, gjennom fremvisning av høy integritet. Med henblikk på forholdene i de øvrige skandinaviske land, uttaler utvalget (NOU 1999:3 side 194):

«Det er ikke gitt eierbegrensningsregler for selskaper som driver børsvirksomhet i Danmark og Sverige. *Svenskebørser* som er organisert som aksjeselskap, er underlagt en fravikelig regel om at ingen kan stemme for egne eller andres aksjer for mer enn en femtedel av aksjene som er representert på generalforsamlingen. Selskapet kan fravike denne regelen i sine vedtekter. Aksjonærer med «kvalificerat innehav» (direkte eller indirekte eie av 10 prosent eller mer av kapitalen i selskapet) skal underlegges egnethetsvurdering av tilsynsmyndighetene. Dersom en aksjonær eier minst 10 prosent av aksjekapitalen, eller stemmene, i en *danskbørs*, eller som har mindre eierandeler som for øvrig gir muligheter for å utøve betydelig innflytelse på forvaltningen av børsen, kan Finanstilsynet oppheve stemmeretten eller påby selskapet å følge bestemte retningslinjer dersom eierskapet kan motvirke en forsvarlig drift av børsen. Den danske loven inneholder for øvrig ikke stemmerettsbegrensninger.»

Utvalget uttaler videre (NOU 1999:3 side 195):

«Etter *utvalgets* oppfatning er det en viktig forutsetning for integritet at markedsplassen har flere eiere. I denne forbindelse er eierbegrensninger et virkemiddel som er brukt for sentrale institusjoner i finansmarkedet. Gjennom regler som begrenser muligheten for at noen eiere, eller grupperinger, blir for sterkt dominerende, reduseres mulighetene for at eierne tar sidehensyn ved driften av markedsplassen og at det oppstår mistanke om uheldig særbehandling av en eier i egenskap av kunde eller bruker av børsen. Dersom det er flere likeverdige eiere, vil fokus rettes mot det som er best for markedsplassen, i det dette hensynet ideelt sett er den eneste fellesinteressen for eierne.

Som nevnt er eierbegrensningsregler brukt for sentrale institusjoner som er organisert i selskapsform i finansmarkedet for øvrig i Norge, herunder Norsk Oppgjørssentral og de store finansinstitusjonene. *Utvalget* legger til grunn at markedsplassen vil ha stor samfunnsmessig betydning. Det må videre forutsettes at børs i Norge i praksis vil kunne ha en monopollignende markedsposisjon. Samtidig er børsen en sentral del av infrastrukturen i verdipapirmarkedet. Eierbegrensningsregler vil medvirke til maktspredning på dette området og vil hindre at enkelteiere og særinteresser skaffer seg en dominerende innflytelse som kan true børsens selvstendighet og integritet, samt svekke tilliten til infrastrukturen.»

Utvalget ser imidlertid at eierbegrensningsregler kan ha visse mindre positive sider, og uttaler (NOU 1999:3 side 195):

«*Utvalget* er oppmerksom på at eierbegrensningsregler på den annen side kan medføre en viss imperfeksjonisme i den naturlige eierstyring av markedsplassen. Eierbegrensningsreglene kan gripe inn i foretakets «corporate governance», blant annet ved at potensielle eiere kan bli mindre villige til å skyte inn kapital i foretaket, når de ikke kan sikre seg avgjørende innflytelse i foretaket. Mulighetene for aktivt eierskap reduseres således ved eierbegrensningsregler.

Det kan anføres at institusjoner som er underlagt eierbegrensningsregler på et lavt nivå blir administrasjonsstyrt og får mindre strenge løpende krav fra aktive eiere. Blant annet Stortingets granskningskommisjon for bankkrisen (Smith-kommisjonen) legger til grunn at eierbegrensningsreglene for bankene kan ha hatt en slik virkning, og mener at det bør overveies å lempe på de eierbegrensninger som i dag gjelder for bankene, for å oppnå mer konsentrert eierskap. Likeledes er *utvalget* oppmerksom på at børsens integritet og tillit er et avgjørende konkurranseparameter i dagens børsmarked, og at kundene vil kunne velge å gå til en konkurrerende børs dersom børsen ikke ivaretar dette behovet.»

Utvalget uttaler videre at det mot eierbegrensningsregler også er anført at de kan virke hemmende for etableringen av nye foretak, jf. blant annet drøftelser i NOU 1998:14 Finansforetak side 107. Utvalget konkluderer imidlertid med følgende (NOU 1999:3 side 196):

«Selv om *utvalget* understreker behovet for aktive eiere, har *utvalget* kommet til at fordelene med eierbegrensningsregler som viktigere enn de ulemper slik regulering medfører. Eventuelle utilsiktede virkninger bør motarbeides gjennom praktisering av eventuelle dispensasjonsmuligheter og unntak. Eierbegrensningene bør for øvrig referere seg til aksjeposter som representerer den aktuelle prosentandel av kapitalen eller stemmene i foretaket, med tanke på tilfeller med stemmeløse aksjer m v. Det vises til lovutkastet § 4-1.»

Etter utvalgets syn vil aktive eiere være et aktivum for effektiv drift og organisering av børsvirksomhet. Eierbegrensningene må derfor etter utvalgets oppfatning settes på et nivå der det faktisk er mulig å utøve eierinnflytelse. *Utvalgets flertall (7 medlemmer)* foreslår etter en samlet vurdering at nivået for eierbegrensningen settes til 20 prosent. *Flertallet* viser til at eierbegrensningsreglene for finansinstitusjoner først og fremst er begrunnet med faren for at sammenvevde eierforhold mellom finansinstitusjoner kan svekke konkurransen, samt ønsket om å unngå at enkeltpersoner eller enkeltsselskaper kontrollerer et finansforetak og muligheten for uheldig kredittgivning til og annen særbehandling av store aksjonærer og deres forretningsforbindelser. *Utvalgets flertall* mener disse hensyn ikke gjør seg gjeldende på samme måte når det gjelder børser, og uttaler (NOU 1999:3 side 197):

«Det er i dag bare en børs for omsetning av finansielle instrumenter i Norge (Oslo Børs) og det er neppe sannsynlig at det etableres flere norske konkurrerende børser for samme finansielle instrumenter som noteres på Oslo Børs. I fremtiden vil man neppe stå overfor en struktur med flere børser og hvor det av hensyn til forbrukerne er ønskelig å sikre konkurrerende tilbydere av børstjenester. De konkurransemessige hensyn som er fremført for eierbegrensningsreglene for finansforetak kan således ikke begrunne tilsvarende eierbegrensninger for en børs. For så vidt gjelder det annet hovedhensyn bak eierbegrensningsreglene for finansforetak vil *flertallet* vise til at en børs ikke vil ha forretningsmessige forhold til sine eiere slik finansforetak har eller kan ha gjennom kredittgivning, forvaltning av innskudd/innlån, rådgivning og lignende. Børsens relasjoner til sine eiere vil ha en helt annen karakter enn de forretningsmessige relasjoner finansforetak har i forhold til sine eiere. Således kan heller ikke dette hensyn begrunne en tilsvarende eierbegrensningsregel for en børs.

Hensynet bak eierbegrensningsreglene for en børs er å sikre tillit fra markedsaktørene ved at børsen fremstår som nøytral. For *flertallet* er det viktig at eierbegrensningsreglene ikke blir strammere enn det som er nødvendig for å ivareta nettopp dette hensyn. *Flertallet* vil også vise til at eierbegrensningsreglene ikke kan sees isolert, men vurderes i lys av at en rekke av lovens øvrige bestemmelser også vil bidra til å sikre at børsen fremstår som nøytral, for eksempel bestemmelsene om habilitet for styrets medlemmer, plikten til å ha kontrollkomite, virksomhetsreglene o s v.

En eierbegrensningsregel lik den som gjelder for finansforetak vil kunne svekke muligheten for å oppnå det som er hovedbegrunnelsen for *utvalgets* forslag til nye organisasjonsregler for børser; nemlig å sikre konkurransedyktighet for nasjonale børser i en situasjon med tiltagende internasjonal konkurranse mellom børser. *Flertallet* vil vise til at for stramme eierbegrensningsregler kan bidra til å redusere enkeltaksjonærers motivasjon til å delta aktivt i styrende organer og kan være til hinder for å få langsiktige investorer inn på eiersiden. Begge disse forhold kan bidra til at børsen ikke drives så effektivt som påkrevet. *Flertallet* vil også peke på at stramme eierbegrensningsregler vil kunne gjøre det vanskelig å etablere nye børser. Det må antas at eventuelle nye børser høyst sannsynlig vil være spesialiserte børser for finansielle instrumenter som ikke er notert på Oslo Børs. Slike eventuelle børser kan fylle et viktig behov i markedet og det vil etter *flertallets* syn være uheldig om det i børsloven blir innført eierbegrensningsregler som kan virke hemmende på etablering av slike eventuelle børser, som etter sin natur vil være små enheter.»

Utvalgets flertall peker videre på at det i utgangspunktet er rimelig å anta at mange av de større aksjonærene i en børs vil være strategiske investorer, som i følge *flertallet* blant annet kjennetegnes ved at de møter på generalforsamlingen for å utøve sin stemmerett. Muligheten for å kunne ha dominerende innflytelse med en mindre aksjepost er således i følge *flertallet* ikke like aktuell i et slikt selskap som den kan være i andre virksomheter. *Utvalgets flertall* viser også til at det ikke er tvingende eierbegrensningsregler i svensk eller dansk børslovgivning. Flertallet viser også til forslaget om egnethetskrav for eiere med betydelige eierandeler på 10 prosent eller mer, jf. nedenfor.

Utvalgets mindretall (5 medlemmer) har foreslått at høyeste tillatte eierandel settes til 10 prosent. Fra *mindretallets* begrunnelse hitsettes (NOU 1999:3 side 198):

«Avgjørende for mindretallets standpunkt er hensynet til børsens integritet og tillit blant aktørene i markedet. En grense på 20 prosent kan medføre dominerende innflytelse i strid med de generelle hensyn bak en eierbegrensning, jf ovenfor. Etter mindretallets vurdering vil ikke en slik aksjonærsammensetning på en tilfredsstillende måte borge for markedsplassens integritet. Mindretallet ser det derfor ikke som aktuelt å åpne opp for eierskap på 20 prosent. En børs med de oppgaver som utvalget foreslår, vil i mange tilfelle måtte ta stilling til spørsmål knyttet til aktørene. Dette er spørsmål som kan ha store økonomiske konsekvenser for dem det gjelder. Det er av avgjørende betydning for alle brukernes tillit til markedsplassen og derved deres vilje til å benytte denne, at børsen har både evne og vilje til å opptre nøytralt i forhold til aktørene.

Etter mindretallets syn tilsier ovennevnte en eierbegrensning på 10 prosent. På den annen side er det viktig for en fremtidig børs organisert som aksjeselskap at man har eiere som ønsker å ta ansvar. En eiergrense må derfor avveies mot dette hensyn. Mindretallet viser til at for finansinstitusjoner har lovgiver fastlagt en eiergrense på 10 prosent - dels utfra samme hensyn som nevnt ovenfor.

Mindretallet vil også påpeke at en eiergrense på 20 prosent, slik flertallet foreslår, i praksis vil være tilsvarende den grense som etter den nye regnskapsloven av 17. juli 1998 nr 56 § 1-4, angis som grensen for «betydelig innflytelse» i forhold til tilknyttet selskap. Det er i denne sammenheng ikke tilstrekkelig å fastlegge en eiergrense lavere enn «betydelig innflytelse». Eiergrensen bør utformes slik at den nettopp hindrer enkeltaksjonærer å oppnå betydelig innflytelse.

Ved å sette grensen lavere enn 20 prosent er det større mulighet til å sikre et aksjonærmangfold der flere grupper er representert. For finansinstitusjoner er grensen som nevnt på 10 prosent. Mindretallet anser dette som et fornuftig nivå for en eierbegrensning.»

Unntak og dispensasjonsadgang

Utvalget foreslår at det gjøres unntak og gis mulighet for å dispensere fra hovedregelen om eierbegrensning. For det første mener utvalget at eierbegrensningsreglene ikke bør være til hinder for at børsvirksomhet skal kunne organiseres i et konsern. Utvalget viser til at eierbegrensningsreglene i utgangspunktet vil være til hinder for at en børs inngår i en konsernstruktur som datterselskap, og at en konsernstruktur med børs som konsernspiss ikke nødvendigvis vil være hensiktsmessig. Utvalget foreslår på denne bakgrunn å gjøre unntak fra hovedregelen, slik at en børs skal kunne eies 100 prosent av et foretak som ikke driver annen virksomhet enn å forvalte sine eierinteresser

i sine datterselskaper, og datterselskapene ikke driver annen virksomhet enn børsvirksomhet eller virksomhet som har naturlig sammenheng med dette. På bakgrunn av de samme hensyn som begrunner forslaget om eierbegrensning for børs, foreslår utvalget at et slikt holdingselskap underlegges eierbegrensninger på lik linje med børs. Utvalget uttaler om dette (NOU 1999:3 side 199):

«Behovet for å skjerme børsvirksomheten fra andre virksomheters risikoeksponering og å redusere uheldige interessekonflikter, samt tilsynsmessige hensyn tilsier også at et slikt holdingselskap bare bør ha en rent organisasjonsmessig funksjon. Holdingselskapet bør ikke drive annen virksomhet enn å forvalte sine eierinteresser i sine datterselskaper. Man oppnår på denne måten at børsvirksomheten kan drives uavhengig av annen tilgrensende virksomhet (ved at børsen ikke forvalter annen virksomhet i datterselskaper), samtidig som eierselskapets virksomhet fremstår som oversiktlig og i en rendyrket eierfunksjon. Denne modellen er også valgt for finanskonserner, jf finansieringsvirksomhetsloven § 2-2, jf kapittel 2a. Bestemmelsen er i hovedsak foreslått videreført i Banklovkomisjonens lovforslag i NOU 1998:14 Finansforetak § 7-4, jf side 182-183.»

Utvalget ser ikke bort fra at andre virksomheter enn rene holdingselskaper vil kunne være egnet til å være eier av en børs, og uttaler (NOU 1999:3 side 199):

«Nedenfor drøfter utvalget behovet for en generell dispensasjonsregel for særlige tilfeller, jf lovutkastet § 4-1 fjerde ledd. Utvalget antar at denne dispensasjonshjemmelen kan være aktuell dersom andre foretak enn rene holdingselskaper som nevnt ovenfor, innenfor de hensyn som der er fremhevet, finnes egnet til å eie 100 prosent av en børs. De forutsetninger som er lagt til grunn her begrenser muligheten for at en børs kan kjøpes opp av en annen børs, med mindre de to børsene organiseres som søsterforetak. Denne virkningen er tilsiktet fra utvalgets side. Dersom en børs ønsker å erverve en annen børs som er regulert av børsloven, bør virksomhetene enten drives som søsterselskaper eller fusjoneres. Tilsynsmessige behov for klare skiller mellom de ulike børsvirksomhetene tilsier en slik løsning. I tillegg vil en slik organisering være et bidrag mot målet om å minimere interessekonflikter mellom de ulike virksomhetene.»

Utvalget foreslår at Kongen etter søknad skal kunne gi tillatelse til at eierandeler svarende til inntil 30 prosent av kapitalen eller stemmene i et børsforetak kan eies av annen norsk eller utenlandsk børs, eller annet foretak som ledd i strategisk samarbeidsavtale mellom foretakene vedrørende børsvirksomheten og så lenge avtalen gjelder. Utvalget viser til at et tilsvarende unntak er foreslått av Banklovkomisjonen i NOU 1998:14 Finansforetak, og gjengir fra Banklovkomisjonens forslag (NOU 1999:3 side 199):

«Kommisjonen mener generelt at det ikke skal ses bort fra at man i årene fremover kan få en utvikling i finansnæringen i retning av mer nyanserte eierstrukturer og særlige, men begrensede samarbeidsformer. For at eierbegrensningsreglene ikke skal være til hinder for langsiktig strategisk samarbeid eller allianser mellom finansforetak, foreslår kommisjonen at Kongen kan gi tillatelse til at eierandeler svarende til inntil 30 prosent av kapitalen eller stemmene i et finansforetak kan eies av et annet norsk eller utenlandsk finansforetak, jf. § 6-1 annet ledd bokstav c). Det forutsettes at det er inngått en strategisk samarbeidsavtale mellom foretakene. Kommisjonen antar

at en slik oppmyking av eierbegrensningsreglene som åpner for strategiske allianser både mellom finansforetak i Norge, og ikke minst mellom norske og utenlandske finansforetak, kan være et bidrag til å sikre norske finansforetaks konkurranseevne.»

Utvalget mener den markedsutvikling Banklovkommisjonen skisserer for finansforetakene, i minst like stor grad vil kunne gjøre seg gjeldende for børser, og at dette kan gjelde børser imellom eller for eksempel mellom børs og oppgjørssentral.

Forutsetningen for en slik dispensasjon må etter utvalgets forslag være at samarbeidet gjelder børsens kjernevirksomhet.

Utvalget har vurdert om det bør være adgang til å dispensere fra eierbegrensningsreglene i oppstartsfasen for en børs, da det i denne fasen vil kunne hevdes å være en etableringshindring at initiativtakeren må knytte seg til flere eiere for å oppfylle eierbegrensningsreglene. Utvalget har imidlertid ikke funnet grunn til å anbefale et slikt unntak, og viser til at hensynene bak eierbegrensningsreglene også vil gjøre seg gjeldende i oppstartsfasen for driften. Utvalget viser videre til at dersom initiativtakeren får problemer med å finne partnere på eiersiden, så vil vedkommende kunne søke konsesjon som autorisert markeds plass ettersom utvalget foreslår at det ikke skal gis eierbegrensningsregler for disse.

Utvalget uttaler videre at det kan tenkes tilfeller der det er ønskelig for et holdingselskap å eie en børs innen et konsernforhold med en eierandel på mindre enn 100 prosent i tilfeller der det ikke foreligger et strategisk samarbeid. Utvalget legger til grunn at en slik eierkonstruksjon vil måtte vurderes i forhold til den foreslåtte generelle dispensasjonsadgang som er foreslått i utvalgets lovutkast § 4-1 fjerde ledd, og uttaler at «...for at det skal kunne være tale om dispensasjonstilfelle må eierkonstruksjonen ikke bryte med de hensyn som ligger til grunn for eierbegrensningsreglene» (NOU 1999:3 side 199).

Utvalget foreslår videre at Kongen i særlige tilfelle skal kunne gjøre unntak fra eierbegrensningsreglene. Etter utvalgets syn vil det være formålstjenlig å etablere en generell dispensasjonshjemmel for særlige tilfeller, som en sikkerhetsventil for konkrete situasjoner der det viser seg at hensynet bak reglene ikke får anvendelse. Utvalget angir følgende eksempler på tilfeller der det kan være grunnlag for slik dispensasjon (NOU 1999:3 side 200):

«I det eventuelle eierbegrensningsregler for børsvirksomhet er et særnorsk fenomen, vil mulighetene for at en norsk børs erverves av en utenlandsk børs forutsette omorganisering av vedkommende børs, samtidig som denne må oppfylle eierbegrensningsreglene. I praksis kan disse reglene derfor være til hinder for at et slikt erverv vil finne sted. Etter utvalgets syn er en slik automatisk og kategorisk konsekvens av reglene ikke formålstjenlig. Loven bør ikke prinsipielt stenge for at et slikt oppkjøp kan finne sted der dette er i samsvar med lovens formål og det nasjonale markedets interesser og det er en hensiktsmessig tilpasning av børsvirksomheten til de rådende markedsforhold. Loven bør derfor åpne opp for at Kongen skal kunne gi dispensasjon til slike oppkjøp. Utvalget antar at et slikt oppgjør ikke vil forekomme hyppig. Det foreslås derfor intet konkret unntak fra hovedregelen for slike tilfeller. Den generelle dispensasjonsadgangen vil således kunne være anvendelig for slike situasjoner.

Utvalget foreslår i kapittel 25 at en selveiende børs skal kunne omdannes til allmennaksjeselskap, gjennom opprettelse av en stiftelse som midlertidig skal eie 100 prosent av børsens aksjer, frem til det tilhørende spredningssalg har funnet sted. Utvalget forutsetter at det ikke er nødvendig med noen særskilt dispensasjon fra eierbegrensningsreglene for det nødvendige tidsrom, men at dette følger av lovbestemmelsene om omdannelse og Kongens godkjennelse av den konkrete omdannelse, jf kapittel 25.»

Utvalget foreslår at i forhold til eierbegrensningsreglene skal erverv av rett til å bli eier av aksjer likestilles med aksjeeie når dette må anses som et reelt erverv av aksjene. Utvalget uttaler om dette (NOU 1999:3 side 200):

«Eierbegrensningsreglene vil kunne omgås ved erverv av kjøpsretter til vedkommende aksjer. Omgåelsen vil ha funnet sted der erververen etter avtalens innhold i realiteten er blitt eier av aksjene. På den annen side vil ikke erverver av enhver kjøpsrett (opsjon) nødvendigvis ha eierådighet over aksjene. I utgangspunktet er det motsatte tilfelle. For å forhindre omgåelser av eierbegrensningsreglene må imidlertid loven likestille aksjeerverv og erverv av kjøpsretter hvor kontrakten er utformet slik at kjøpsretten reelt sett må likestilles med et erverv. Ved praktiseringen av eierbegrensningsreglene for finansinstitusjoner, har Finansdepartementet og Kredittilsynet lagt til grunn at innehav av opsjoner på kjøp av aksjer i visse tilfeller må likestilles med et erverv. Vurderingen har vært relatert til spørsmålet om tilstrekkelig stor del av eierbeføyelsene har gått over på opsjonshaver, herunder sannsynligheten for innløsning vurdert som forholdet mellom opsjonspremie og innløsningskurs. Dersom innløsningskursen er svært lav, og opsjonspremien tilsvarende høy, har myndighetene lagt til grunn at sannsynligheten for innløsning er så stor at opsjonsposisjonen må likestilles med et erverv. Videre vises til bestemmelsen i verdipapirhandeloven § 4-1 tredje ledd, vedrørende aksjeerverv som grunnlag for tilbudsplikt, som fanger opp «..erverv av rett til aksjer [som] må anses som reelt erverv av aksjene..». Etter utvalgets vurdering må spørsmålet om likestilling av kjøpsretter og aksjeerverv vurderes i det konkrete tilfellet. Utvalget foreslår derfor at det inntas en regel i loven der det presiseres at erverv av rett til aksjer som må anses som reelt erverv skal likestilles med slikt erverv. Kredittilsynets praksis med hensyn til finansieringsvirksomhetslovens eierbegrensningsregler og verdipapirhandelovens regler om tilbudsplikt vil kunne være veiledende i vurderingen av om et slikt erverv foreligger.»

Utvalget foreslår regler om salg av aksjer som eies i strid med eierbegrensningsreglene, og regler om begrensninger i aksjoneærens rett til å utøve rettigheter i selskapet inntil salg har funnet sted.

Subjektive egnethetskrav

Utvalget viser til at den danske og svenske børslovgivning inneholder en skjønnsmessig adgang til å forhindre at betydelige eierandeler eies av aksjeeiere som ikke anses skikket til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket. I begge land er «betydelig eierandel» knyttet til aksjeposter som utgjør 10 prosent eller mer av kapitalen eller stemmene i foretaket. Utvalget viser også til at de danske og svenske bestemmelsene om subjektive egnethetskrav ved betydelig eierandel langt på vei tilsvarende bestemmelsene i den norske ver-

dipapirhandelloven § 7-4 og § 1-4 tredje ledd om betydelige eierandeler i verdipapirforetak, som også følger av ISD artikkel 4. Utvalget peker på at EU-direktivene ikke stiller krav om slike bestemmelser for børser eller regulerte markedsplasser.

Utvalget legger til grunn at behovet for å stille krav til eventuelle dominerende eiere må sees i sammenheng med nivået på eierbegrensningsreglene. Utvalget uttaler (NOU 1999:3 side 192 flg.):

«Dersom eierbegrensningen settes til 20 prosent (eller for den saks skyld høyere), er det etter utvalgets syn formålstjenlig å etablere et egnethetskrav for eiere som har kontroll over aksjer som representerer 10 prosent eller mer av børsens kapital eller stemmer, eller på annen måte har dominerende innflytelse over børsens beslutninger. Kravet bør formuleres som en generell standard, om at vedkommende eier skal være egnet til å sikre en god og fornuftig ivaretagelse av markedsplassens oppgaver. Utvalget foreslår at tilsynsmyndighetene gis myndighet til å vurdere egnetheten av slike betydelige eiere, og nekte transaksjonen godkjent forsåvidt den leder til overskridelser av grensen, dersom vedkommende ikke oppfyller kravet. Det vises til utvalgets forslag til § 4-2. Med et eierbegrensningsnivå på 10 prosent, antas det ikke å være behov for egnethetskrav i tillegg.»

Konsolideringsregler

Utvalget viser til at det for å forhindre omgåelser av eierbegrensningsreglene er nødvendig å fastsette konsolideringsregler. Utvalget mener at finansieringsvirksomhetslovens § 2-6 om konsolidering av eierandeler er en velegnet mal for en slik regel, og foreslår at det gis en tilsvarende bestemmelse i børsloven. Utvalget uttaler videre (NOU 1999:3 side 200 flg.):

«For å sikre en forsvarlig oppfølging av eierbegrensningsreglene, og hindre opplagte omgåelser av regelen, bør børsloven ha en tilsvarende bestemmelse. Praksis i henhold til finansieringsvirksomhetslovens konsolideringsregler bør kunne være veiledende for hvordan bestemmelsen skal praktiseres for eierskap i selskaper som driver børsvirksomhet. Det presiseres imidlertid at praksisen ikke kan følges slavisk, da særhensyn kan gjøre seg gjeldende i forhold til de ulike regelsettene.»

Stemmerettsbegrensninger

Utvalget viser til at dersom det etableres eierbegrensningsregler for børser, vil spørsmålet om stemmerettsbegrensninger i utgangspunktet ha begrenset betydning for børser organisert som allmennaksjeselskap, fordi eiere ikke kan stemme for flere aksjer enn de eier. Utvalget viser imidlertid til at manglende oppmøte vil styrke den relative stemmevekt for de som er til stede. Utvalget viser videre til at stemmerettsbegrensninger kan ha betydning i børser der det er etablert flere aksjeklasser, herunder stemmerettsløse aksjer, og eierbegrensningene er relatert til selskapets samlede kapital. Blant annet på denne bakgrunn har utvalget foreslått at eierbegrensningsreglene skal relatere seg til andel av kapitalen *eller* av stemmene i selskapet. Utvalget viser videre til at stemmerettsbegrensninger relatert til antall stemmer representert på generalforsamlingen vil hindre uforholdsmessig stor innflytelse fra enkeltaksjonæ-

rer ved lavt fremmøte, og at det for slike tilfeller kan hevdes å være formålstjenlig med stemmerettsbegrensninger relatert til fremmøtte stemmer.

Utvalgets flertall (10 medlemmer) antar imidlertid at de foreslåtte eierbegrensningsreglene, med tilhørende konsolideringsbestemmelser, er tilstrekkelige for å forhindre uønsket maktkonsentrasjon eller dominans fra enkelteiere, og vil derfor ikke foreslå særskilte eierbegrensningsregler i tillegg. For tre av medlemmene presiseres det at dette standpunktet er basert på forslaget om en eierbegrensning på 10 prosent.

Utvalgets mindretall (2 medlemmer) foreslår å supplere eierbegrensningsreglene med stemmerettsbegrensninger. Mindretallet uttaler (NOU 1999:3 side 201):

«Finansieringsvirksomhetsloven har regler om stemmerettsbegrensninger i § 2-4, som lyder:

«Ingen kan på generalforsamlingen i en finansinstitusjon stemme for mer enn 10 prosent av stemmene i selskapet eller for mer enn 20 prosent av de stemmer som er representert på generalforsamlingen. I tilfelle der finansinstitusjon etter § 2-2 første ledd eier mer enn 10 prosent av aksjekapitalen, kan den likevel bare avgi stemme for inntil 10 prosent av stemmene i selskapet.»

Tilsvarende bestemmelse er foreslått i Banklovkomisjonens fjerde utredning NOU 1998:14 § 5-3. Det er der gjort konkrete unntak for generalforsamlinger for datterselskaper i finanskonsern. Med mindre Kongen bestemmer noe annet skal stemmerettsbegrensningene ikke gis anvendelse for generalforsamlinger i visse selskaper som er gitt dispensasjon fra eierbegrensningsreglene i henhold til § 6-1 annet ledd bokstav b) og c) samt § 6-1 tredje ledd.

Utvalgets mindretall foreslår at en tilsvarende regel bør supplere eierbegrensningsreglene i ny børslov.

Utvalgets mindretall foreslår at konsolideringsreglene som er foreslått gjort gjeldende for eierbegrensningsreglene også gis anvendelse for stemmerettsbegrensningsreglene. De bakenforliggende hensyn vil her være de samme.»

Forbud mot å børsnotere børselskapets finansielle instrumenter på egen børs

Utvalget foreslår et forbud mot å notere egne finansielle instrumenter på egen børs. Etter utvalgets oppfatning vil det være uforenlig med børsens uavhengighet, integritet og tillit i markedet dersom børsens egne aksjer skulle kunne noteres på egen børs. Det samme gjelder etter utvalgets oppfatning også lån eller andre finansielle instrumenter børsen måtte utstede som ledd i egen eller fremmedkapitalfinansiering, samt finansielle instrumenter knyttet til slike. Utvalget viser blant annet til at beslutninger om opptak, sanksjoner ved brudd på informasjonsplikt, strykning mv. vil tilligge børsen selv. Utvalget viser til at det i andre land finnes eksempler på at en børsaksje kan noteres på egen børs. I Sverige gjelder det forbud mot opptak av børsens egne finansielle instrumenter til notering, men OM Gruppen AB, som eier alle aksjene i Stockholms Fondsbörs AB, er notert på Stockholms Fondsbörs. For å motvirke interessekonflikter i slike situasjoner er det fastsatt særlige regler om Finansinspektionens overvåkning.

Utvalget uttaler (NOU 1999:3 side 193):

«Utvalget ser at børsnotering eller annen organisert omsetning av børsens aksjer vil kunne være en fordel for børsen, inkludert behovet

for å kunne tiltrekke seg investorer, men har likevel ikke funnet dette for å være tilstrekkelig tungtveiende i forhold til de viktige hensyn som taler for et slikt forbud. Forbudet vil imidlertid ikke være til hinder for at verdipapirer utstedt av børsen vil kunne noteres på annen børs eller markedsplass.»

Utvalget går som nevnt inn for at en børs skal kunne inngå i konsernforhold med visse andre foretak. Utvalget foreslår at Kongen skal kunne samtykke til at en børs opptar til notering finansielle instrumenter som er utstedt av foretak som inngår i konsernforhold med vedkommende børs. Utvalget viser til at i dagens situasjon, med kun en børs i Norge, ville et forbud mot notering av konsernselskaper medføre at selskapet måtte noteres i utlandet, noe som ville stride mot de hensyn som er anført om verdien av å ha et nasjonalt marked for finansielle instrumenter. Utvalget foreslår at det skal kunne stilles vilkår for slikt samtykke, herunder at slikt foretak skal underlegges særskilt tilsyn fra Kredittilsynet samt at foretaket skal ha opplysningsplikt overfor Kredittilsynet. Utvalget uttaler i denne forbindelse (NOU 1999:3 side 193):

«Etter utvalgets oppfatning vil de interessekonflikter som kan oppstå ved at børsens holdingselskap eller dominerende eiere av børsen for øvrig er notert på vedkommende børs langt på vei kunne avhjelpes ved at tilsynsmyndighetene, som i Sverige, gis en særlig oppgave om å overvåke beslutning om opptak, godkjenning av prospekt m v, samt vedrørende eierselskapets oppfølging av plikter som følger av selskapets status som børsnotert selskap. For å kunne gjennomføre en slik tilsynsoppgave må tilsynsmyndighetene gis særlige hjemler for informasjonsinnhenting både fra børsen og eierforetaket. I tillegg må tilsynsmyndighetenes påleggskompetanse også kunne gjøres gjeldende overfor børsen og eierselskapet der disse ikke oppfyller sine plikter. Utvalget finner det mest hensiktsmessig å legge disse oppgavene til Kredittilsynet. Utvalget foreslår at Kongen skal gis myndighet til å fastsette forskrifter for hvordan utøvelsen av disse oppgavene skal organiseres, om løpende kontroll og tilsyn og om å godkjenne vedtak om opptak til børsnotering av finansielle instrumenter utstedt av en slik eier.»

Begrensninger i kretsen av eiere

Utvalget har vurdert, men ikke funnet grunn til å lovfeste begrensninger i hvilke grupper av investorer, brukere eller andre som kan eie aksjer i en børs. Etter utvalgets syn vil slike begrensninger svekke aksjenes omsettelighet og gjøre dem mindre attraktive, noe som igjen vil kunne redusere eller fordyre børsers egenkapitalfinansiering og gjøre det vanskeligere å etablere nye konkurrerende børser. Samlet sett vil dette etter utvalgets syn også kunne gjøre norske børser mindre effektive og konkurransedyktige. Utvalgets forslag vil imidlertid ikke forhindre den enkelte børs fra å ha vedtektsbestemmelser om slike forhold.

Samtykkeklausuler

Utvalget viser til at allmennaksjeloven åpner for at selskapets vedtekter kan inneholde krav om samtykke fra selskapet ved overdragelse av aksjer, jf. allmennaksjeloven § 4-16. Samtykke etter asal. § 4-16 kan bare nektes når det foreligger saklig grunn for det. Utvalget har ikke funnet grunn til å foreslå

noen nærmere regulering av dette, og viser til at hver enkelt børs selv må avgjøre om det er hensiktsmessig med slike vedtektsbestemmelser.

Autorisert markedsplass

Utvalget foreslår at det ikke lovfestes generelle eierbegrensningsregler for autoriserte markedsplasser. Utvalget viser til at autorisert markedsplass neppe vil få den samme sentrale samfunnsmessige funksjon som børs, slik at de hensynene som er trukket fram vedrørende eierbegrensning for børs ikke i like stor grad vil gjøre seg gjeldende for autorisert markedsplass. Det vises for øvrig til utvalgets redegjørelse i NOU 1999:3 side 231. På samme måte som for børser har utvalget heller ikke funnet grunn til å gi regler om hvem som kan være eiere av autorisert markedsplass. Utvalget foreslår at det skal gis regler om egnethetsvurdering av eiere med betydelig eierandel i autorisert markedsplass, jf. utvalgsflertallets forslag til egnethetsvurdering av eiere med betydelig eierandel i børs. Som et argument for en egnethetsvurdering av aksjonærer med betydelig eierandel i autorisert markedsplass viser utvalget til at det ikke har foreslått eierbegrensningsregler for autorisert markedsplass. Utvalget foreslår, på samme måte som for børs, at det ikke skal være adgang til å notere en autorisert markedsplass sine egne finansielle instrumenter på vedkommende autoriserte markedsplass, men at Kongen skal kunne gi samtykke til notering av instrumenter utstedt av eventuelle andre foretak som inngår i konsernforhold med vedkommende autoriserte markedsplass. Utvalget viser til begrunnelsen som er gitt for forslaget til den tilsvarende regel for børs.

7.1.3 Høringsinstansenes merknader

Den norske Bankforening, Norges Bank, Norges Fondsmeglerforbund, Norges Forsikringsforbund, Norges Rederiforbund, Norsk Oppgjørssentral ASA, Næringslivets Hovedorganisasjon og Verdipapirsentralen støtter utvalgets flertall i forslaget om å fastsette en eierbegrensningsregel på 20 prosent. *Norges Bank* viser til at det er viktig for driften av markedsplassen at eierne kan utøve sin innflytelse slik at man unngår en administrasjonsstyrt institusjon, men at markedet på den annen side kan miste tillit til en markedsplass med for stor eierdominans. *Norges Bank* mener på denne bakgrunn at et eierbegrensningsnivå på 20 prosent gir en balansert avveining mellom disse argumentene, og støtter derfor flertallets forslag om nivå på eierbegrensningen. *Norges Bank* viser også til at eierbegrensningen for oppgjørssentraler er satt til 20 prosent.

Aksjesparerforeningen, Kredittilsynet, Oslo Børs, Sparebankforeningen, Arbeids- og administrasjonsdepartementet og Nærings- og handelsdepartementet støtter mindretallet i forslaget om eierbegrensning på 10 prosent. *Sparebankforeningen* uttaler:

«Sparebankforeningen har merket seg at et samlet utvalg foreslår lovfestede eierbegrensninger. Med en sterkt utbygd konkurranse som vi kan se for oss i fremtiden, synes ikke dette nødvendig. Hvis næringslivet og investorene står ovenfor alternative konkurrerende markedsplasser, vil det være produktene og tjenestene som tilbys som vil være det avgjørende og ikke eierforhold. Vi er imidlertid enig i at det på det nåværende tidspunkt vil være viktig for opprettholdelse av tilliten til verdipapirmarkedet med eierbegrensningsregler, og vi vil støtte min-

dretallets forslag om en generell eierbegrensning på 10 prosent. Flertallets forslag innebærer etter vår oppfatning ikke en tilstrekkelig garanti mot at enkeltaksjonærer kan få en dominerende innflytelse. Dessuten synes den godkjenningsordning det legges opp til for godkjenning av eiere av mellom 10 og 20 prosent av aksjene å harmonere dårlig med praktisering av eierbegrensningsregler i annen norsk virksomhet.»

Kredittilsynet viser til mindretallets begrunnelse i utredningens kapittel 19.2.3. Kredittilsynet uttaler også:

«Kredittilsynet er av den oppfatning at de momenter som er anført av flertallet for så vidt gjelder at nyetableringer vanskeliggjøres ikke kan tillegges avgjørende vekt, gitt at foretaket uansett vil kunne velge å organisere foretaket som autorisert markedsplass, uten eierbegrensningsregler. Dersom foretaket ønsker status som børs, er det Kredittilsynets oppfatning at hensynet til en børs» rolle i verdipapirmarkedet, samt hensynet til tillit og integritet tilsier at enkeltaksjonærer ikke bør kunne ha dominerende innflytelse i selskapet.»

Oslo Børs har behandlet høringen av utvalgets innstilling i børsstyret, og uttaler:

«Børsstyret er delt i spørsmålet om nivået for eierbegrensningen. Børsstyrets flertall støtter mindretallet i utvalget som går inn for en eiergrense på 10 %. Det vises til mindretallets begrunnelse i utredningen side 193 flg.:

«Avgjørende for mindretallets standpunkt er hensynet til børsens integritet og tillit blant aktørene i markedet. En grense på 20 % kan etter mindretallets oppfatning medføre en dominerende innflytelse i strid med de generelle hensyn bak en eierbegrensning.»

Et mindretall i børsstyret (Børsstyrets leder, Ole Lund) mener at børsens integritet og uavhengighet best ivaretas ved at nivået settes til 5 %, idet en 10 % grense etter hans oppfatning ikke er tilstrekkelig til å ivareta dette hensyn.»

Aksjesparereforeningen i Norge viser til at eierandeler på 20 prosent i praksis lett kan gi dominerende eierinnflytelse og dermed undergrave børsens integritet og allmennhetens tillit til børsen. Foreningen viser videre til at en eierbegrensning på 10 prosent er i tråd med øvrige eierbegrensningsregler for finansinstitusjon.

Norges Fondsmeglerforbund, Norges Forsikringsforbund og Næringslivets Hovedorganisasjon, som alle slutter seg til utvalgets flertall i forslag til eierbegrensning på 20 prosent, støtter forslaget om subjektive egnethetskrav til aksjonærer med eierandeler på mer enn 10 prosent. *Kredittilsynet* mener det ikke er grunn til å foreslå en egen regel om godkjenning av aksjonærer dersom mindretallets forslag om 10 prosent eierbegrensning velges, men uttaler at «[i] motsatt fall bør bestemmelsen inntas i loven». *Oslo Børs* anser en regel om krav til egnethet for aksjeeier med betydelig eierandel som unødvendig dersom mindretallets forslag om 10 prosent eierbegrensning blir valgt. *Oslo Børs* uttaler videre:

«Oslo Børs vil dessuten påpeke at det å innføre en slik regel som innebærer et «subjektivt egnethetskrav», i seg selv er uheldig. Kriteriene for skjønnet er høyst uklare. Det er vanskelig å utøve et skjønn som i

alle fall delvis baseres på en forretningsmessig vurdering, jf lovutkastet § 4-2:»...anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket» (vår utheving). Som ledd i forvaltningen av selskapet inngår vurderinger av forretningsmessig karakter. Det må anses uheldig at Kredittilsynet skal utøve et skjønn hvor forretningsmessige hensyn vil ha en bred plass. I tillegg skal vurderingen baseres på om eieren er egnet til å sikre en «god» forvaltning av selskapet. Hvilke hensyn Utvalget her har tenkt på, fremgår ikke.

Av hensyn til børsens tillit i markedet er en objektiv eierbegrensningsregel langt å foretrekke. Dette gjelder selv om godkjenningen av større eiere legges til et offentlig organ. Innføringen av en slik skjønnregel er derfor etter Oslo Børs» syn ikke bare overflødig dersom det velges en lavere eiergrense, men i seg selv et selvstendig argument mot å akseptere en så høy eierandel som flertallet går inn for.»

Den norske Bankforening, Norges Forsikringsforbund, Norges Rederiforbund, Norsk Oppgjørssentral ASA, Næringslivets Hovedorganisasjon, Oslo Børs og Sparebankforeningen uttrykker støtte til utvalgets forslag om at det skal kunne gis tillatelse til eierandeler på inntil 30 prosent som ledd i strategisk samarbeidsavtale vedrørende børsvirksomhet. Ingen høringsinstanser har uttrykt uenighet med forslaget. Kredittilsynet har visse merknader til utformingen av bestemmelsen, og uttaler:

«Unntak fra eierbegrensningsreglene kan finne sted bl.a. etter søknad, dersom vilkårene i forslaget § 4-1 tredje ledd er oppfylt. Selv om de angitte vilkår anses å foreligge, forutsetter Kredittilsynet at dispensasjonsadgangen etter bestemmelsen underlagt forvaltningens frie skjønn. I forslaget til ny § 4-1 fjerde ledd om dispensasjon, kommer det direkte til uttrykk at det kan gis vilkår for dispensasjon. Kredittilsynet forutsetter at et slikt vilkår vil kunne være stemmerettsbegrensninger for erverver. Dette vil skape fleksibilitet, hvorved faren for maktkonsentrasjon vil være et betydelig moment ved vurderingen av om slike vilkår skal gis. Kredittilsynet er for øvrig av den oppfatning at det uavhengig av presiseringen av adgangen til å stille vilkår, ville vært rettslig adgang til å stille vilkår for dispensasjon. Dette fordi søker etter bestemmelsen ikke har krav på dispensasjon dersom visse vilkår er oppfylt, men at dispensasjonsadgangen er gjort avhengig av forvaltningens frie skjønn. Av samme grunn er Kredittilsynet av den oppfatning at det også ved dispensasjon etter § 4-1 tredje ledd vil kunne stilles vilkår. Av hensyn til klarhet og konsistens i bestemmelsen, foreslår imidlertid Kredittilsynet at adgangen til å stille vilkår også inntas i § 4-1 tredje ledd.»

Den norske Bankforening og Norsk Oppgjørssentral ASA slutter seg til utvalgets forslag om en generell dispensasjonsadgang fra eierbegrensningsreglene i særlige tilfelle. Ingen av de øvrige høringsinstanser har kommentert forslaget.

Norges Fondsmeglerforbund og Arbeids- og administrasjonsdepartementet støtter utvalgets forslag om forbud mot opptak til notering av egne aksjer eller andre finansielle instrumenter utstedt av børsen, eller finansielle instrumenter knyttet til slike. Norges Fondsmeglerforbund uttrykker også støtte til forslaget om at Kongen skal kunne gi samtykke til opptak til notering av finansielle instrumenter som er utstedt av foretak som inngår i konsernforhold med vedkommende børs. *Aksjesparerforeningen i Norge* er uenig i utvalgets forslag om forbud mot notering av børselskapets finansielle instrumenter på egen børs.

Foreningen ser relevansen i utvalgets argumenter, men mener Kredittilsynets og kontrollkomiteens virksomhet nettopp i slike sammenhenger vil komme til sin rett og bevare børsens integritet og tillit utad. Aksjesparerforeningen uttaler videre:

«Skal allmennheten få adgang til å kjøpe aksjer i børsens eierselskap, slik foreningen går inn for, [...] må aksjene noteres på Oslo Børs som pr. i dag er den eneste reelle norske markedsplassen. En annen løsning ville slå bena under enhver interesse og deltakelse fra allmennheten til å eie børsens egne aksjer.»

Også *Norges Bank* uttrykker skepsis mot utvalgets forslag om forbud mot å børsnotere børsselskapets egne finansielle instrumenter på egen børs, og uttaler blant annet:

«Det er forhold som taler både for og imot børsnotering av egne finansielle instrumenter. Utvalget argumenterer for at det kan svekke børsens uavhengighet, tillit og integritet bl.a. fordi beslutninger om opptak av selskaper til notering, sanksjoner ved brudd på informasjonsplikt og strykning vil tilligge børsen selv. Etter Norges Banks oppfatning kan børsnotering av egne finansielle instrumenter sammenlignes med banker som er kursstillere i egne obligasjonslån og som driver mellommannsvirksomhet ved kjøp og salg av aksjer i egen bank. Det vil neppe være større problemer med at en børs aksepterer at andre stiller kjøps- og salgsordre på børsen gjennom børsens handelssystem. Det er i Norges Banks høringsuttalelse lagt vekt på at Kredittilsynet bør ha det overordnede tilsynet med børsen og at en kontrollkomite, som er uavhengig i forhold til børsens kommersielle virksomhet, burde være tilstrekkelig til å opprettholde børsens uavhengighet og integritet.

Amsterdam børsen planlegger å notere egne aksjer på egen børs når de midlertidige restriksjonene i omsettelighet utløper. OM konsernet i Sverige som bl.a. eier Stockholms Fondsbørs er notert på Stockholms Fondsbørs. Det åpnes for tilsvarende notering av konsernselskap i børslovutvalgets forslag til ny børslov § 4-4. Vi kan ikke se at konsernorganisering endrer problemstillingene ved notering på egen børs i særlig grad. Det viktigste forhold for å tillate slik notering vil være at Kredittilsynet har det overordnede tilsyn. Det bør etter vårt skjønn også tillegges vekt at børsens aksjer i dag ikke kan registreres på andre norske markedsplasser. Et allment eierskap og en noenlunde likvid aksje vil da kreve at børsaksjen registreres på en utenlandsk børs, noe som også strider mot de hensyn som børslovutvalget drøftet under behandlingen av verdien av et nasjonalt marked for finansielle instrumenter. Ikke minst småaksjonærer vil bli skadelidende hvis børsen ikke noteres på en anerkjent markedsplass eller om den noteres i utlandet. Ut fra en samlet vurdering kan ikke Norges Bank se at det bør settes forbud mot å børsnotere børsselskapets finansielle instrumenter på egen børs.»

7.1.4 Departementets vurdering

Eierbegrensninger

Eierbegrensningsregler har som formål å sikre eierspredning i institusjonene, og begrunnelsen for slik eierspredning ligger i behovet for å forhindre maktkonsentrasjon i institusjoner som har vesentlig samfunnsmessig betydning, herunder å sikre en hensiktsmessig konkurransestructur. Departementet er

enig med utvalget i at et hovedhensyn ved regulering av børsvirksomhet er behovet for tillit fra markedsaktørene, og at markedsplassen for å oppnå dette må fremstå som nøytral og med høy integritet. Departementet legger til grunn at børs i Norge vil kunne ha en dominerende posisjon med stor samfunnsmessig betydning. Børsen vil også være en sentral del av infrastrukturen i verdipapirmarkedet. Departementet slutter seg til utvalgets syn på at dersom det er flere likeverdige eiere, vil fokus rettes mot det som er best for markedsplassen, og i mindre grad mot særinteresser. På den annen side vil eierbegrensningsregler kunne redusere mulighetene for aktivt eierskap ved at mulighetene for enkeltaksjonærer til å kunne få større innflytelse, reduseres. Eierbegrensningsregler kan også medføre at et foretak i større grad blir administrasjonsstyrt. Eierbegrensningsregler kan i en viss grad virke hemmende for etableringen av nye foretak, jf. drøftelser i NOU 1999:14 Finansforetak side 107. Departementet slutter seg etter en totalvurdering til utvalgets vurdering av at fordelene ved eierbegrensningsregler må veie tyngre enn de ulemper en slik regulering kan medføre, og slutter seg til utvalgets forslag om å fastsette eierbegrensningsregler for børs organisert som allmennaksjeselskap, jf. lovforslaget § 4-1 første ledd. Etter forslaget vil eierbegrensningsregelen referere seg til kapitalen eller stemmene i foretaket.

I spørsmålet om hvilket nivå eierbegrensningen for børs bør settes på, har utvalget vært delt. Flertallet har foreslått et eierbegrensningsnivå på 20 prosent, mens et mindretall mener at eierbegrensningsnivået bør settes til 10 prosent. Departementet legger i likhet med utvalget til grunn at en eierbegrensning på et nivå under 10 prosent vil hemme muligheten for eierne til å ha reell innflytelse på børsens virksomhet og utvikling og kunne bidra til at børsen blir administrasjonsstyrt. Det er av utvalgets flertall blant annet vist til at eierbegrensningsreglene for finansinstitusjoner, som er på 10 prosent, først og fremst er begrunnet med faren for at sammenvevde eierforhold mellom finansinstitusjoner kan svekke konkurransen og med ønsket om å unngå at enkeltpersoner eller enkeltselskaper kontrollerer et finansforetak og muligheten for uheldig kredittgivning til og annen særbehandling av store aksjonærer og deres forretningsforbindelser, og at disse hensyn ikke gjør seg gjeldende på samme måte når det gjelder børs. Utvalgets flertall mener det er rimelig å anta at mange av de større aksjonærene i en børs vil være strategiske investorer, som i følge flertallet kjennetegnes av at de møter på generalforsamlingen for å utøve sin stemmerett, slik at muligheten for å kunne ha dominerende innflytelse med en mindre aksjepost ikke vil være like aktuell som den kan være i andre virksomheter. Det er av utvalgets flertall også antatt at stramme eierbegrensningsregler vil kunne gjøre det vanskelig å etablere nye børs.

Departementet mener imidlertid at et eierbegrensningsnivå på 20 prosent kan medføre at store aksjonærer kan få dominerende innflytelse i strid med de generelle hensyn bak en eierbegrensning, og slutter seg til utvalgets mindretall i forslaget om en eierbegrensning for børs på 10 prosent. Departementet har lagt vekt på hensynet til børsens stabilitet og tillit blant aktørene i markedet. Departementet viser, i likhet med utvalgets mindretall, til at en børs etter forslaget i mange tilfeller vil måtte ta stilling til spørsmål som kan ha store økonomiske konsekvenser for aktørene. Departementet mener det er av avgjørende betydning at brukerne har tillit til at børsen opptrer nøytralt i forhold til aktørene. Et eierbegrensningsnivå på 20 prosent vil etter departementets syn ikke i tilstrekkelig grad forhindre dominerende innflytelse over selskapet, noe

som kan svekke brukernes tillit. Utvalgets mindretall har vist til at en eiergrense på 20 prosent, slik som foreslått av utvalgets flertall, i praksis vil være tilsvarende den grense som etter den nye regnskapsloven angis som grense for «betydelig innflytelse» i forhold til et tilknyttet selskap. Departementet antar at en eierbegrensning på 10 prosent ikke i særlig grad vil redusere enkeltaksjonærenes motivasjon til å delta aktivt i styrende organer, eller være til hinder for å få langsiktige investorer inn på eiersiden. Departementet viser i denne sammenheng til at investorer i børsaksjer kan antas å bli typiske strategiske eiere. Slike eiere vil normalt kjennetegnes ved langsiktige investeringer og interesse for å delta i styrende organer.

Etter forslaget vil erverv av rett til å bli eier av aksjer likestilles med aksje-eie når dette må anses som et reelt erverv av aksjene. Ved praktiseringen av eierbegrensningsreglene for finansinstitusjoner, har Finansdepartementet og Kredittilsynet lagt til grunn at innehav av opsjoner på kjøp av aksjer i visse tilfeller må likestilles med et erverv. Departementet legger til grunn at spørsmålet om likestilling av rett til å bli eier av aksjer og aksjeerverv må vurderes konkret i det enkelte tilfellet. Kredittilsynets praksis i tilknytning til finansieringsvirksomhetslovens eierbegrensningsregler og verdipapirhandelovens regler om tilbudsplikt vil kunne være veiledende i vurderingen av om et slikt erverv foreligger.

Ved en eierbegrensning på 10 prosent anser departementet som utvalget det unødvendig å fastsette regler om subjektive egnethetskrav til større aksjonærer.

Unntak og dispensasjonsadgang

Departementet er enig med utvalget i vurderingen av at eierbegrensningsreglene ikke bør være til hinder for at børsvirksomhet skal kunne organiseres i konsern, og slutter seg til utvalgets forslag om et unntak fra eierbegrensningsregelen som vil gi adgang til at børs kan eies 100 prosent av et selskap som ikke driver annen virksomhet enn å forvalte sine eierinteresser i sine datterselskaper (holdingselskap). Departementet viser til at denne modellen er valgt også for finanskonserner, jf. finansieringsvirksomhetsloven § 2-2 jf. kap. 2a. Hensynene bak eierbegrensningsregler for børs vil gjøre seg tilsvarende gjeldende for et slikt holdingselskap. Det foreslås derfor at eierbegrensningsregelen for børs skal gjelde tilsvarende for slikt selskap. Departementet er videre enig med utvalget i at et slikt holdingselskap bare skal kunne eie selskaper som driver børsvirksomhet eller virksomhet som har naturlig sammenheng med slik virksomhet. Med hensyn til hva som kan regnes som virksomhet som har naturlig sammenheng med børsvirksomhet vises til omtalen i punkt 8.2.1. For å ivareta muligheten til en effektiv oppfølging av eierbegrensningsregelen for et holdingselskap som nevnt, foreslås det at et slikt selskap må ha hovedkontor i Norge.

Departementet finner i likhet med utvalget ikke grunn til å foreslå en egen hjemmel som gir adgang til å dispensere fra eierbegrensningsreglene i oppstartsfasen for en børs.

Departementet mener i likhet med utvalget at eierbegrensningsreglene ikke bør være til hinder for langsiktig strategisk samarbeid eller allianser mellom børser eller mellom børser og foretak som driver virksomhet som har tilknytning til børsvirksomhet. Slike strategiske samarbeidsavtaler eller allian-

ser kan etter departementets syn bidra til å sikre norske børsters konkurransevne. Departementet foreslår at departementet skal kunne gi tillatelse til at eierandeler svarende til inntil 25 prosent av stemmene eller kapitalen i et børsforetak skal kunne eies av en annen norsk eller utenlandsk børs eller annet foretak som ledd i strategisk samarbeidsavtale mellom foretakene vedrørende børsvirksomheten og så lenge avtalen gjelder. Forslaget er i hovedsak i tråd med utvalgets forslag, men departementet foreslår å begrense eierandelen det kan gis tillatelse til å eie fra 30 prosent til 25 prosent. Departementet viser til at tilsvarende bestemmelse for finansinstitusjoner er tatt inn i finansieringsvirksomhetsloven § 2-2 annet ledd nr. 10 ved lovendring av desember 1999. Med alternativet «annet foretak» er det mulig å gi tillatelse til foretak som driver virksomhet som har nær sammenheng med børsvirksomhet. I tråd med finansieringsvirksomhetsloven § 2-2 annet ledd nr. 10 foreslås det at det er en forutsetning at generalforsamlingen i børsen som skal eies, har vedtatt dette med flertall som for vedtektsendring. Forutsetningen for at slik tillatelse skal kunne gis vil være at samarbeidet gjelder børsens kjernevirksomhet.

Kredittilsynet har påpekt at utvalgets forslag til angjeldende bestemmelse ikke presiserer at det kan stilles vilkår for tillatelsen, slik det er foreslått av utvalget når det gjelder den generelle dispensasjonsadgang for særlige tilfelle, jf. nedenfor. Departementet er enig med Kredittilsynet i at bestemmelsen uansett må tolkes slik at det kan stilles vilkår, da adgangen til å gi tillatelse må antas å ligge innenfor forvaltningens frie skjønn. Departementet finner det på denne bakgrunn unødvendig å ta inn i loven at det kan stilles vilkår.

Departementet er enig med utvalget i at det for helt spesielle tilfeller er hensiktsmessig å etablere en unntakshjemmel for dispensasjon fra eierbegrensingsregelen. I denne sammenheng vil det kunne bli spørsmål om i hvilken grad f.eks. utenlandske børser skal kunne kjøpe seg opp i en norsk børs. Utvalget nevner på side 199 i utredningen, som et eksempel på mulig anvendelsesområde for unntakshjemmelen, at det kan tenkes tilfeller der det er ønskelig for et holdingselskap å eie en børs innen et konsernforhold med en eierandel på mindre enn 100 prosent, og det ikke foreligger et strategisk samarbeid. Ved vurderingen av om det skal gjøres unntak fra hovedregelen vil departementet legge vekt på de hensyn som begrunner forslaget om en eierbegrensingsregel på 10 prosent. Departementet mener imidlertid at det på bakgrunn av den raske utviklingen internasjonalt når det gjelder strukturtilpasninger for børser kan være behov for i helt spesielle tilfeller å ha en dispensasjonsadgang som den foreslåtte. Heller ikke her finner departementet det nødvendig å ta inn i loven at det kan stilles vilkår for dispensasjonen, da dispensasjonsadgangen må antas å ligge innenfor forvaltningens frie skjønn. Det vises til lovforslaget § 4-1 første ledd tredje punktum.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag til regler om nedsalg og tvangssalg av aksjer som aksjeeier besitter i strid med eierbegrensingsreglene, men slik at myndigheten etter bestemmelsen legges til departementet, ikke til Kongen som foreslått av utvalget. Departementet slutter seg også til forslaget til regler om begrensninger i aksjeeierens rett til å utøve rettigheter i selskapet inntil salg har funnet sted. Det vises til lovforslaget § 4-1 fjerde og femte ledd.

Stemmerettsbegrensninger

Et mindretall av utvalget mener det er nødvendig å supplere de foreslåtte eierbegrensningsreglene med stemmerettsbegrensninger for å forhindre at enkeltaksjonærer skal kunne få dominerende innflytelse i en børs. Det er blant annet vist til at manglende oppmøte på generalforsamlingen, og muligheten for å etablere flere aksjeklasser, herunder stemmerettsløse aksjer, vil kunne styrke den relative stemmevekt for de aksjonærer som møter på generalforsamlingen. Departementet mener det er hensiktsmessig å fastsette en regel om stemmerettsbegrensninger tilsvarende den som gjelder for finansinstitusjoner etter finansieringsvirksomhetsloven. Departementet slutter seg til mindretallets begrunnelse og viser også til at Banklovkommisjonen har foreslått å videreføre en slik regel for finansforetak. Departementet foreslår at stemmerettsbegrensningene ikke skal gjelde for børs som er heleid datterselskap av holdingselskap etter det foreslåtte unntaket i eierbegrensningsregelen i § 4-1 annet ledd, for eierandel i børs etter det foreslåtte unntaket i § 4-1 tredje ledd om større eierandel i forbindelse med strategisk samarbeidsavtale eller der det er gjort unntak fra eierbegrensningsregelen i medhold av § 4-1 første ledd.

Konsolideringsregler

Utvalget har vist til at det for å forhindre omgåelser av eierbegrensningsreglene er nødvendig å fastsette konsolideringsregler, og foreslår en bestemmelse tilsvarende finansieringsvirksomhetsloven § 2-6 om konsolidering av eierandeler. Departementet slutter seg til utvalgets forslag, men foreslår en justering av utvalgets forslag til lovtekst, slik at avgrensningen av «nærstående» bringes i samsvar med definisjonen av personlig nærstående i allmennaksjeloven § 1-5 nr. 1 og 2. Det vises til lovforslaget § 4-3. Bestemmelsen foreslås også gitt anvendelse i forhold til lovforslaget § 4-2 om stemmerettsbegrensninger. Utvalget har foreslått at Kongen i tvilstilfelle avgjør om aksjer som aksjeeieren ikke eier skal likestilles med egne aksjer. Departementet slutter seg til utvalgets forslag, men mener at hjemmelen bør legges til departementet og ikke til Kongen som foreslått av utvalget.

Forbud mot å børsnotere omsettelige verdipapirer utstedt av vedkommende børs og finansielle instrumenter knyttet til slike

Departementet finner etter en helhetsvurdering at hensynene til børsens uavhengighet, integritet og tillit i markedet tilsier et forbud mot notering av omsettelige verdipapirer utstedt av vedkommende børs eller finansielle instrumenter knyttet til slike. Forslaget anses å være i tråd med utvalgets forslag. Det vises til lovforslaget § 4-4. Det vises til at blant annet beslutninger om opp-tak, sanksjoner ved brudd på informasjonsplikt, strykning mv. vil tilligge børsen selv.

En tilsvarende løsning er valgt i Sverige. Departementet foreslår videre at departementet skal kunne gi samtykke til at en børs opptar til notering omsettelige verdipapirer som er utstedt av et foretak som inngår i konsernforhold med vedkommende børs, eller omsettelige verdipapirer knyttet til slike. Det vil etter forslaget kunne stilles vilkår for slikt samtykke, herunder at slikt foretak skal underlegges særlig tilsyn fra Kredittilsynet, og at foretaket skal ha opplysningsplikt overfor Kredittilsynet. Departementet antar at enkelte av de

hensynene som begrunner forslaget om forbud mot notering av egne omsettelige verdipapirer også kan tale for forbud mot notering av omsettelige verdipapirer utstedt av selskap i samme konsern. Departementet mener imidlertid at forslaget om at det skal kunne stilles vilkår om blant annet særlig tilsyn fra Kredittilsynet vil være tilstrekkelig til at hensynet til børsens tillit kan ivaretas.

Utvalget har foreslått at Kongen skal kunne gi nærmere regler om prosedyrer, beslutning og kontroll vedrørende slikt opptak, løpende notering og om hvordan tilsyn med utsteder og børsen skal gjennomføres. Departementet slutter seg til dette, men foreslår at hjemmelen legges til departementet.

Begrensninger i kretsen av eiere og samtykkeklausuler

Departementet finner i samsvar med utvalgets vurdering ikke grunn til å foreslå begrensninger i hvilke grupper av investorer, brukere eller andre som kan eie aksjer i en børs. Det vises til utvalgets begrunnelse som er referert ovenfor og som departementet i hovedsak kan slutte seg til. Forslaget vil imidlertid ikke være til hinder for at den enkelte børs fastsetter vedtektsbestemmelser om slike forhold. Departementet finner heller ikke grunn til å foreslå særskilte regler om samtykkeklausuler, jf. allmennaksjeloven § 4-16 og utvalgets vurdering ovenfor.

Autorisert markedsplass

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at det ikke fastsettes eierbegrensingsregler for autorisert markedsplass. Departementet slutter seg videre til utvalgets vurdering av at det ikke skal gis regler om hvem som kan være eiere av autorisert markedsplass, jf. lovforslaget § 6-2. På bakgrunn av at det ikke foreslås eierbegrensingsregler for autorisert markedsplass, mener departementet at det bør gis regler om egnethetsvurdering av eiere med betydelig eierandel i autorisert markedsplass, jf. lovforslaget § 6-2. Departementet viser til at det gjelder regler om slik egnethetsvurdering for betydelige eierandeler i verdipapirforetak, jf. verdipapirhandelloven § 7-4. Det foreslås regler om konsolidering i tilknytning til bestemmelsen i § 6-2, jf. lovforslaget § 6-3.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om forbud mot notering av finansielle instrumenter utstedt av vedkommende autoriserte markedsplass, og om at det skal kunne gis samtykke til notering av instrumenter utstedt av foretak som inngår i samme konsern som vedkommende autoriserte markedsplass, jf. lovforslaget § 6-8 jf. § 4-4. Etter forslaget vil det således kunne gis samtykke til at aksjene i morselskapet i et konsern organisert som en holdingmodell kan noteres på den autoriserte markedsplass (datterselskapet). Departementet foreslår at myndigheten til å gi samtykke legges til departementet, jf. omtalen ovenfor vedrørende børs.

7.2 Kapitalforhold

7.2.1 Gjeldende rett

I henhold til børsloven § 5-1 kan børsen pålegge utstedere og børsmedlemmer avgifter «[t]il dekning av utgifter til en forsvarlig drift av børsen». Utover dette er det ikke fastsatt regler om børsens kapitalforhold.

7.2.2 Utvalgets forslag

Utvalget mener at børser bør underlegges kapitalkrav, på lik linje med andre sentrale aktører i finansmarkedet, og uttaler (NOU 1999:3 side 202):

«Spørsmålet om hvilke kapitalkrav som skal stilles til en markeds plass må ta utgangspunkt i den rollen markedsplassen har i samfunnet. Markedsplassens sentrale stilling i finansmarkedet tilsier at dennes «helsetilstand» er av betydning for det nasjonale kapitalmarkedets renommé. Dette tilsier at børsen må ha et sterkere sikkerhetsnett enn andre ordinære virksomheter. Børsen vil være et avgjørende element i infrastrukturen. Hvis denne går konkurs og stenger får det betydning langt utover børsen selv (eiere og brukere). Konkursrisikoen kan reduseres ved at det stilles krav til størrelsen på institusjonens kapital. Ved vurderingen av hvilke krav som skal stilles til institusjonens kapital må det imidlertid ses hen til markedsplassens behov for å kunne være konkurransedyktig. Dersom det settes for strenge kapitalkrav, kan dette hemme konkurransedyktigheten ved krav om forrentning av større kapital enn hensiktsmessig.»

Utvalget viser til at det for aksjeselskaper, allmennaksjeselskaper, finansinstitusjoner, verdipapirforetak, og oppgjørssentraler er gitt både et konkret minstekrav og et forsvarlighetskrav utover minstekravet. Etter utvalgets syn må det ved utformingen av kapitalkravet tas hensyn til at rammebetingelsene skal gjøre det mulig å foreta nyetableringer. Utvalget viser til at et minimumskrav kan være en etableringshindring dersom det settes for høyt, mens kravet på den annen side kan oppfattes som et signal om at det ikke er behov for større kapitalbase enn minimumskravet dersom dette settes for lavt. Utvalget viser til at den danske verdipapirhandellov stiller krav om 40 millioner DKK for den som skal drive børs, og 8 millioner DKK for markedsplasser, mens den svenske børsloven kapittel 2 har et mer generelt forsvarlighetskrav. Utvalget uttaler videre (NOU 1999:3 side 202 flg.):

«Etter utvalgets oppfatning må kapitalkravet fastsettes på bakgrunn av den virksomhetstype, og omfang, som markedsplassen skal drive. Denne virksomheten vil variere mellom ulike markedsplasser. Dette tilsier at kravet bør utformes som en forsvarlighetsnorm i forhold til virksomheten.»

Ved utformingen av normen finner utvalget det naturlig å ta utgangspunkt i aksjelovens forsvarlighetsstandard i § 3-4, hvor det heter at «Selskapet skal til enhver tid ha en egenkapital som er forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av virksomheten i selskapet». Samme lovs § 3-5 pålegger i tillegg styret en handleplikt dersom egenkapitalen faller under det minimum som er forsvarlig. I tillegg har allmennaksjeloven et minimumskrav til aksjekapital på 1 million kroner, og aksjeloven et minimumskrav på 100 000 kroner. Utvalget finner det videre naturlig å se hen til verdipapirhandelovens kapitalkrav, og uttaler (NOU 1999:3 side 203):

«Utvalget legger til grunn at «børsvirksomhet» vil omfattes av investeringstjeneste nr 1 i verdipapirhandeloven § 1-2 første ledd, og således i utgangspunktet er konsesjonspliktig etter denne loven. Dette medfører at virksomheten ville måttet oppfylle de kapitalkrav som stilles i verdipapirhandeloven § 8-10 dersom virksomheten ikke hadde vært regulert særskilt i henhold til børsloven.»

Utvalget viser til at etter verdipapirhandelloven § 8-10 skal verdipapirforetak til enhver tid ha en ansvarlig kapital som er forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av den virksomhet foretaket driver, herunder den markedsrisiko og kredittrisiko foretaket påtar seg. For verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon, kan ikke den ansvarlige kapitalen i noe tilfelle være mindre enn 730 000 euro.

Utvalget viser også til at banklovkommisjonen i NOU 1998:14 Finansforetak (utkastets § 6-13) har foreslått at et finansforetak til enhver tid skal ha en forsvarlig kapitaldekning ut fra omfanget og risikoen ved foretakets virksomhet. Ved vurderingen av foretakets risiko skal det tas hensyn til kredittrisiko, markeds- og valutarisiko, likviditetsrisiko og annen særlig risiko som foretakets virksomhet er eksponert for.

Utvalget foreslår etter dette at foretak som driver børsvirksomhet til enhver tid skal ha en ansvarlig kapital som er forsvarlig ut fra omfanget og risikoen ved foretakets virksomhet. Når det gjelder vurderingen av foretakets risiko uttaler utvalget (NOU 1999:3 side 203):

«Etter utvalgets oppfatning bør ikke den lovfestede normen bli for spesifikk. Det anses likevel hensiktsmessig å nevne de risiki som særlig kan anses aktuelle for børsvirksomhet, jf ovenfor. Utvalget foreslår derfor etter mønster av Banklovkommisjonens forslag til lov om finansforetak § 6-13, å innta disse i lovteksten som veiledende - men ikke uttømmende eksempler - på vurderingene under den generelle normen. Dette vil være virksomhetsrisiko, kontraktsrisiko og systemrisiko, se utvalgets forslag til § 4-5. Om likviditetsrisiko, se nedenfor.»

Utvalget viser videre til at verdipapirhandelloven § 8-9 første ledd bestemmer at verdipapirforetak, som ikke er kredittinstitusjon, skal ha en startkapital på et beløp i norske kroner som minst svarer til 730 000 euro (125 000 euro for foretak som bare skal yte enkelte investeringstjenester); at kredittinstitusjoner skal ha en startkapital på et beløp tilsvarende 5 millioner ECU, jf. forretningsbankloven § 5, sparebankloven § 2 og finansieringsvirksomhetsloven § 3-5, som foreslås videreført i NOU 1998:14 Finansforetak. Som nevnt ovenfor legger utvalget til grunn at «børsvirksomhet» i utgangspunktet vil falle inn under verdipapirhandellovens definisjon av investeringstjenester. Dersom børsvirksomhet ikke var underlagt børsloven, ville således virksomheten måtte oppfylle verdipapirhandellovens regler til minimumskapital. På denne bakgrunn foreslår *utvalgets flertall (11 medlemmer)* at børsvirksomhet underlegges samme minstekapitalkrav som verdipapirforetak. Utvalgets flertall finner ikke grunn til å lovfeste strengere minimumskapitalkrav enn dette, og viser til at børsvirksomhet i sin alminnelighet uten oppgjørs- eller clearingfunksjoner ol. ikke medfører ekstraordinær risikoeksponering og virksomheten ved den enkelte børs kan drives i svært varierende omfang. Det presiseres imidlertid at dette er et formelt minstekrav, og at det faktiske kapitalkravet må fastlegges ut fra hovedregelen om forsvarlig kapitaldekning ut fra omfanget og risikoen ved virksomheten.

Utvalgets mindretall (1 medlem) mener at henvisningen til minimumskravet for verdipapirforetak er lite relevant, i det børsen har helt andre risiki og formål enn et verdipapirforetak. Et minstekrav på kun 730 000 euro vil etter *mindretallets* syn gi et feil signal til aktørene om den vekt myndighetene tillegger at en børs må ha tilstrekkelige kapitalforhold. *Mindretallet* foreslår at det

ikke settes noe minstekrav, men at kapitalkravet utelukkende baseres på hovedkravet om «forsvarlig kapitaldekning».

Utvalget foreslår at Kongen skal kunne gi nærmere regler om hva som skal regnes som foretakets ansvarlige kapital samt om minstekrav til ansvarlig kapital.

Utvalget mener de samme hensyn som ble trukket frem under vurderingen av kapitalkrav ovenfor også gjør seg gjeldende med hensyn til likviditetskrav, og uttaler (NOU 1999:3 side 204):

«Enhver virksomhet må sørge for å ha tilstrekkelig likviditet, slik at den er beredt til å dekke sine skyldnader ved forfall. Hvorvidt børsene har behov for særskilte likviditetsreserver vil bero på den virksomheten børsen utøver. Etter utvalgets syn vil det imidlertid være et poeng å presisere betydningen av at børsene ikke kommer i likviditetsproblemer. Dersom en slik situasjon inntreffer vil børsen kunne møte mistillit, noe som vil være til skade for hele finansmarkedet i Norge. Verdipapirhandelloven § 6-2 tredje ledd fastsetter likviditetskrav for oppgjørssentraler.»

Utvalget foreslår på denne bakgrunn at det inntas et krav om at børser skal ha en beholdning av likvide midler eller tilgang på slike som anses betryggende ut fra foretakets virksomhet og situasjon i loven. Utvalget foreslår videre at Kongen skal kunne gi nærmere regler om beregning av likvide midler og om hva som kan anses som en betryggende beholdning. Utvalget viser videre til at etter utvalgets forslag til regler om tilsyn med markedsplasser vil Kredittilsynet kunne gripe inn med pålegg om å rette på forholdet dersom børsen ikke oppfyller kravet om betryggende likviditetsreserver.

Autorisert markedsplass

Utvalget foreslår at reglene om krav til ansvarlig kapital og likviditet gjøres gjeldende også for autoriserte markedsplasser. Utvalget mener at de samme hensyn som begrunner slike regler for børs, også vil være relevante for autoriserte markedsplasser. Utvalget uttaler i denne forbindelse (NOU 1999:3 side 232):

«De generelle standarder om ansvarlig kapital og likviditet vil imidlertid måtte fortolkes i forhold til type virksomhet og omfanget av denne. Utvalget presiserer at standardene kan gi ulike krav for børs og autorisert markedsplass.»

7.2.3 Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet viser til at det er stilt kapitalkrav til børser i flere andre land, for eksempel Danmark, Sverige, Finland og Storbritannia, og anser et lovpålagt kapitalkrav som tillitvekkende. Kapitalkravene må imidlertid etter Kredittilsynets syn ikke være for strenge. Et for strengt kapitalkrav kan etter Kredittilsynets syn hemme konkurranseevnen fordi krav til bufferkapital kan være uhenksiktssmessig i forhold til risikoen ved virksomheten. Videre bør kravet etter Kredittilsynets syn ikke settes så høyt at det i uforholdsmessig grad vanskeliggjør nyetableringer.

Norges Fondsmeglerforbund, Norsk Oppgjørssentral ASA og Oslo Børs støtter utvalgets forslag om et minste kapitalkrav på 730 000 euro. Norges Fondsmeglerforbund uttaler:

«Slik lovteksten er formulert vil ikke dette beløpet være tilstrekkelig for Oslo Børs, men utvalget har tatt høyde for at det kan tenkes nyetableringer og at disse eventuelle nyetableringer vil drive børsvirksomhet i mindre omfang slik at kapitalbehovet blir mindre. Blant annet i våre naboland har det blitt etablert små nisjebørser/markeds plasser hvor det finner sted omsetning av små selskaper. Denne typer nisjebørser/markeds plasser er positive for mindre selskaper som ønsker å benytte verdipapirmarkedet for å skaffe risikokapital. På denne måten får også selskapene en erfaring med hvilke krav aktørene stiller til selskaper som omsettes offentlig.»

Norges Bank og Kredittilsynet støtter mindretallets forslag om at det kun fastsettes krav til forsvarlig kapitaldekning, og mener kapitalkravet må baseres på en konkret vurdering av risikoen ved virksomheten og fastsettes skjønnsmessig i henhold til begrepet om forsvarlig kapitaldekning. *Norges Bank* viser til at verdipapirhandelloven stiller et minimum kapitalkrav for oppgjørssentraler på 50 millioner kroner, men mener at det trolig er større grunn til å lovfeste et slikt kapitalkrav for slike institusjoner fordi de går inn som part i handler. *Norges Bank* mener at det ikke er noen særlig god parallell med henvisning til verdipapirforetak for å finne hva som er tilstrekkelig kapitalkrav for børser. *Kredittilsynet* uttaler i denne forbindelse:

«Et beløpskrav i samme størrelsesorden som det minstekrav som gjelder for verdipapirforetak, vil kunne gi et feilaktig signal om hvilke kapitalkrav som naturlig følger av risiki forbundet med børsvirksomhet. [...] Et minstekrav bør i tilfelle fastsettes som konsesjonsvilkår ut fra omfanget og arten av børsens virksomhet.

[...]

Når det derimot gjelder autoriserte markeds plasser, er *Kredittilsynet* av den oppfatning at et beløpsmessig minstekrav må være av en slik størrelse at markeds plassen uansett virksomhetens omfang og risiko for øvrig vil være eksponert for risiko som anses å være dekket av minstebeløpet. I mangel av et annet beslutningsgrunnlag og av harmoniseringshensyn kan det i første omgang synes formålstjenlig å fastsette det beløpsmessige minstekravet likt med det kapitalkrav verdipapirforetak har når det gjelder autoriserte markeds plasser. Beløpsgrensen kan basert på erfaringer senere justeres. Videre kan et beløpsmessig minstekrav stadfeste myndighetenes vektlegging av at markeds plassen uansett virksomhet må ha ansvarlig kapital av en viss størrelse, også for å kunne dekke risiki markeds plassen uansett virksomhetens omfang må være i stand til å innfri. I mangel av andre holdpunkter for fastsettelse av beløpets størrelse, vil et krav i likhet med det minimumskrav som stilles til verdipapirforetak, være hensiktsmessig. Dersom man legger dette til grunn, vil det ikke være behov for i særlige tilfelle å gi adgang til et lavere minstekrav enn det utvalget foreslår. *Kredittilsynet* legger derfor til grunn at det ikke er behov for at autoriserte markeds plasser i særlige tilfeller gis adgang til å ha et lavere minstebeløp enn 730.000 euro.»

Kredittilsynet har ikke innvendinger mot utvalgets forslag om å lovfeste eksempler på hvilke risiki som er forbundet med børsvirksomhet, men kommenterer utvalgets forslag til terminologi:

«Det foreligger også risiko knyttet til potensielt erstatningsansvar for noens økonomiske tap som følge av uaktsomme eller forsettlig handlinger som fører til feil eller mangler i de tjenester børsen leverer. Sær-

lig feil i handelssystemet kan være en slik aktuell risiko og som kan medføre krav om store erstatningsutbetalinger. Det økonomiske ansvaret knyttet til slike feil kan imidlertid avdempes gjennom forretningsvilkårene og eventuelle forsikringsordninger. Lovutvalget betegner slik risiko som «systemrisiko.» Kredittilsynet vil i stedet foreslå å benytte begrepet «operasjonell risiko» for å skille denne risiko fra det alminnelig brukte begrepet «systemrisiko» i betydningen dominoeffekt innenfor et finansielt system.»

Kredittilsynet foreslår at overskriften «Kapitalkrav» i lovutkastet § 4-5 endres til «Krav til ansvarlig kapital».

Kredittilsynet er uenig med utvalget i forslaget om at forskrift 1. juni 1990 nr. 435 om beregning av ansvarlig kapital bare skal være veiledende for beregning og sammensetning av børsers ansvarlige kapital, og uttaler til dette:

«En børs' ansvarlige kapital bør kunne være sammensatt og beregnet på samme måte som ansvarlig kapital i andre viktige aktører i kapitalmarkedet. Dette vil også gi en forenkling i forhold til forvaltningen av regelverket. Banklovkommisjonen foreslår i sin fjerde delutredning «Finansforetak m.v.» at forskriftens bestemmelser om beregning og sammensetning av ansvarlig kapital skal inngå i ny lov om finansforetak. Dersom dette blir vedtatt, vil forskriften etter dette kun gis direkte anvendelse på oppgjørssentraler og verdipapirforetak. For å sikre at begrepet «ansvarlig kapital» gis samme betydning i alle sammenhenger, bør beregningsforskriften også gis direkte anvendelse på børs og autoriserte markedsplasser. Kredittilsynet er derfor uenig med lovutvalget som foreslår at forskriftens bestemmelser kan være veiledende i den grad det vil være relevant i forhold til en børs» virksomhet. Dersom adgangen i utkastet § 4-5 til i forskrift å gi regler om sammensetning og beregning av ansvarlig kapital blir vedtatt, vil behovet for å regulere dette direkte i forhold til børs være ivaretatt.»

Kredittilsynet støtter utvalgets forslag til å lovfeste et generelt krav til betryggende likviditetsbeholdning for børser. Kredittilsynet er av den oppfatning at et kvalitativt krav som det foreslåtte, vil være mer hensiktsmessig enn et kvantitativt krav da det i tillegg til å gi større fleksibilitet, lettere vil kunne fange opp den reelle risiko i det enkelte foretak. Kredittilsynet mener imidlertid, sett fra en tilsynsmessig synsvinkel, at et slikt lovfestet krav bør være supplert med en lovhjemmel som gir adgang til å kreve forsvarlig likviditet før problemene blir akutte eller markedsplassen ikke oppfyller kravene til soliditet. Kredittilsynet viser til at den foreslåtte opplysningsplikten i utkastet § 8-2 vil kunne ivareta hensynet til at tilsynsmyndigheten får tilstrekkelig informasjon dersom foretaket ikke kan oppfylle fastsatte kapitalkrav, men er likevel av den oppfatning at man i lovteksten også bør presisere at opplysningsplikten også omfatter det lovhjemlede krav til likviditet.

7.2.4 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets vurdering av at børser og autoriserte markedsplasser bør underlegges krav til ansvarlig kapital. Departementet er enig med utvalget i at det bør stilles et generelt forsvarlighetskrav til den ansvarlige kapital i børser og autoriserte markedsplasser og foreslår at børs og autorisert markedsplass til enhver tid skal ha en ansvarlig kapital som er forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av virksomheten i foretaket, jf. lov-

forslaget § 4-5 og § 6-8. Departementet viser til at det gjelder et krav til forsvarlig egenkapital for aksje- og allmennaksjeselskaper etter aksjeloven § 3-4 og allmennaksjeloven § 3-4. Vurderingen av hva som er forsvarlig egenkapital etter allmennaksjeloven § 3-4 og forsvarlig ansvarlig kapital etter lovforslaget § 4-5 vil ikke nødvendigvis være den samme. Det vises til at ansvarlig kapital vil kunne bestå av flere elementer enn «egenkapital» som nevnt i allmennaksjeloven. En kan derfor tenke seg situasjoner hvor en til tross for at et foretak har tilstrekkelig ansvarlig kapital, finner at egenkapitalgraden er for lav. Det kan også tenkes situasjoner hvor egenkapitalen anses forsvarlig på bakgrunn av regelen i allmennaksjeloven § 3-4, men at det likevel ikke kan anses som forsvarlig ansvarlig kapital i forhold til lovforslaget § 4-5.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at det i loven inntas veiledende, men ikke uttømmende eksempler på hvilke risiki den lovfestede forsvarlighetsstandard for kapitalen skal referere seg til. Utvalget har i sitt forslag formulert disse som «virksomhetsrisiko, kontraktsrisiko og systemrisiko og annen særlig risiko som foretakets virksomhet er eksponert for». Departementet foreslår å bytte ut begrepet «systemrisiko» med begrepet «operasjonell risiko», da begrepet «systemrisiko» fra før er alminnelig brukt om risiko for dominoeffekter innenfor det finansielle system. Det vises til Kredittilsynets høringsuttalelse. Uaktsomme eller forsettelige handlinger som medfører erstatningsansvar for børsen og feil i handelssystemet mv. vil være eksempler på forhold som faller inn under «operasjonell risiko».

Departementet slutter seg til utvalgets mindretall og Kredittilsynet i synet på at det ikke anses hensiktsmessig å lovfeste et beløpsmessig minimumskrav til ansvarlig kapital for børsen. Det vises til at omfanget av og risikoen knyttet til børsvirksomhet vil kunne variere fra foretak til foretak. Når det gjelder utvalgets forslag til minstekrav tilsvarende det beløp som gjelder for verdipapirforetak, antar departementet at dette i de fleste tilfeller ikke vil være tilstrekkelig for foretak som driver børsvirksomhet. Departementet viser i denne sammenheng til at de risiki som er forbundet med børsvirksomhet i liten grad er sammenfallende med de som gjelder for verdipapirforetak. Departementet mener i likhet med Kredittilsynet at et slikt krav til minste ansvarlig kapital i tilfelle bør fastsettes som et konsesjonsvilkår.

Departementet mener videre at det heller ikke for autoriserte markedsplasser er hensiktsmessig å fastsette et beløpsmessig minimumskrav til ansvarlig kapital i loven.

Utvalget har foreslått at Kongen skal kunne gi nærmere regler om hva som skal regnes som foretakets ansvarlige kapital, samt om minstekrav til ansvarlig kapital. Departementet slutter seg til dette. Selv om departementet ikke har funnet det hensiktsmessig å foreslå minstekrav til ansvarlig kapital i loven, mener departementet at det bør finnes mulighet til å fastsette et slikt minstekrav i forskrift dersom utviklingen fremover og erfaringer med den nye loven skulle vise at dette blir nødvendig. Departementet foreslår at myndigheten til å gi nærmere regler legges til departementet, i stedet for til Kongen som foreslått av utvalget.

Kredittilsynet er uenig i utvalgets forslag om at forskrift av 1. juni 1990 nr. 435 om beregning av ansvarlig kapital skal være veiledende for beregning og sammensetning av børsens ansvarlige kapital, og mener at denne forskriften bør gis direkte anvendelse på den ansvarlige kapitalen i børs. Departementet

er enig med Kredittilsynet i at det i utgangspunktet synes hensiktsmessig at begrepet «ansvarlig kapital» gis samme betydning i ulike sammenhenger, men mener spørsmålet om eventuell direkte anvendelse av nevnte forskrift på børser og autoriserte markedsplasser bør vurderes nærmere ved en eventuell fastsettelse av forskrift i medhold av den foreslåtte forskriftshjemmelen.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at det for børser og autoriserte markedsplasser stilles krav om at foretaket skal ha en beholdning av likvide midler, eller tilgang på slike, som anses betryggende ut fra foretakets virksomhet og situasjon. Det vises til lovforslaget § 4-6 og § 6-8. Et slikt krav kommer i tillegg til kravet til ansvarlig kapital. Likvide midler vil blant annet være innskudd og ubetingede trekkrettigheter i kredittinstitusjoner. Det vises til at slike aktiva oppfyller kravene til likviditet for oppgjørssentraler, jf. verdipapirhandelloven § 6-2 tredje ledd. Også andre aktiva vil etter omstendighetene kunne anses som likvide midler. Hva som skal kunne anses som en betryggende beholdning av likvider, vil blant annet være avhengig av foretakets soliditet, kontraktsmotparter, eierforhold og risiko for øvrig. Det foreslås at departementet skal kunne gi nærmere regler om beregning av likvide midler og om hva som skal kunne anses som en betryggende beholdning. Departementet legger til grunn at hjemmelen også gir adgang til å fastsette nærmere hvilke aktiva som i denne sammenheng kan anses som likvide midler. Departementet foreslår videre, på bakgrunn av Kredittilsynets høringsuttalelse, at det i utvalgets forslag til § 8-2 annet ledd om opplysningsplikt overfor Kredittilsynet gjøres en tilføyelse slik at det klart fremgår at opplysningsplikten også omfatter forhold vedrørende foretakets likviditetssituasjon. Det vises til nærmere omtale i kapittel 11.

8 Virksomhetskrav

8.1 Enkelte fellesspørsmål for børs og autorisert markedsplass

8.1.1 Regelverksstruktur

8.1.1.1 Gjeldende rett

Børsloven regulerer sammen med børsforskrift 17. januar 1994 nr. 30 børsens virksomhet. Børsforskriften er fastsatt av Finansdepartementet med hjemmel i børsloven § 1-6 samt enkelte andre bestemmelser i børsloven, og inneholder blant annet de mer detaljerte regler for opptak til notering, kursnoteringene, prospektkrav mv. Forskriften gir regler på et til dels svært detaljert nivå. I tillegg er det enkelte bestemmelser i verdipapirhandelloven og verdipapirsentralloven av betydning for børsens virksomhet, særlig gjelder dette reglene i verdipapirhandelloven kapittel 2, 3, 4, 5 og 12. Reglene i verdipapirhandelloven kapittel 2, 3, 4, 5 og 12 er omtalt i kapittel 9 om markedstilsyn. Reglene i verdipapirhandelloven kapittel 5 er dessuten omtalt i punkt 8.2.10 om vilkår for opptak til børsnotering av finansielle instrumenter.

Børsloven § 1-6 fastsetter at børsrådet på eget initiativ kan fremme forslag til forskrifter og skal ha rett til å uttale seg om endringer i forskriftene. I tillegg til dette er det en rekke bestemmelser i børsloven, børsforskriften og verdipapirhandelloven som gir børsstyret og børsrådet kompetanse til å fastsette nærmere regler for virksomheten. Blant annet har børsstyret, med hjemmel i børsforskriften § 1-3, jf. børsloven § 1-6, fastsatt regelverk for handel med derivatkontrakter ved Oslo Børs og clearing av handel med derivatkontrakter i Norsk Oppgjørssentral ASA i forskrift av 12. desember 1994 nr. 1230. Videre har børsstyret med hjemmel i børsloven fastsatt Handelsregler for egenkapitalinstrumenter ved Oslo Børs.

Andre markedsplasser enn børs er ikke regulert i børsloven. Verdipapirhandelloven med forskrifter får imidlertid anvendelse dersom virksomheten som autorisert markedsplass omfattes av definisjonen av investeringstjenester i verdipapirhandelloven § 1-2 første ledd.

8.1.1.2 Utvalgets forslag

Børs

Utvalget tar utgangspunkt i at et poeng bak forslaget til endret organisasjonsform for børs har vært å redusere børsens tilknytning til offentlig forvaltning, både for å øke børsers fleksibilitet i forhold til markedets behov og for å legge til rette for at børs skal kunne ha størst mulig fokus på kjernevirksomheten, organisering av kursnoteringene. Etter utvalgets oppfatning kan det i denne sammenheng være hensiktsmessig å redusere de lovpålagte oppgaver som ikke har umiddelbar sammenheng med selve driften av markedsplassen. Utvalget uttaler i denne forbindelse blant annet (NOU 1999:3 side 205):

«Som nevnt i kapittel 15 antar utvalget at norsk børs da vil stå bedre rustet til å møte konkurransen fra utenlandske og uregulerte marke-

der. Dette innebærer blant annet at børser også bør ha relativt stor frihet til å fastsette egne regler (forretningsvilkår) innenfor de minstekrav lov og forskrifter fastsetter. Børsens egne regler og oppfølging av disse vil kunne være et konkurranseelement ved siden av priser og effektivitet for øvrig. Børser må derfor kunne fastsette vilkår knyttet til medlemskap og kursnotering som er strengere enn minimumskravene, dersom de anser det som formålstjenlig.»

Utvalget slår fast at fastleggelsen av hvilke oppgaver børser skal ha, og hvordan de skal utføres, må ligge innenfor de minstekrav som stilles til et «regulert marked» og børsnotering av verdipapirer i EØS-reglene som svarer til ulike EU-direktiv. Utvalget viser til omtalen av disse i NOU 1999:3 kapittel 12. Siden dette er folkerettslige forpliktelser, og det i utvalgets utkast er forutsatt at børs skal være privat rettssubjekt, bør direktivkravene etter utvalgets syn oppfylles gjennom lov- og forskriftsbestemmelser. De grunnleggende kravene vil da være like for alle børser. Siden de ulike direktivkravene er omfattende og dels detaljerte, anser utvalget av tekniske grunner det som hensiktsmessig å fastsette hovedregler og prinsipper i loven, og at Kongen gis kompetanse til å gi de nødvendige forskrifter.

Utvalget forutsetter at børs skal fastsette egne regler og forretningsvilkår og uttaler i denne forbindelse (NOU 1999:3 side 209):

«At en børs har fastsatt nødvendige regler og forretningsvilkår, bør være et vilkår for å få konsesjon som børs. Tilsynsorganet må også føre tilsyn med om hver enkelt børs» virksomhet og regler oppfyller minstekravene i lov og forskrift, og er i tråd med ulike krav i EØS-retten. Det bør derfor fastsettes en plikt for børser til å sende inn generelle regler og forretningsvilkår til det organ som har tilsyn med børser, både i forbindelse med konsesjonssøknader og ved senere endringer.»

Utvalget går inn for at reguleringen av børsvirksomhet, herunder forholdet mellom brukere og børs, deles i tre nivåer. For det første foreslås børsloven å fastsette de generelle prinsipper for organisering og drift av børser. Om det nærmere innholdet i børsloven uttaler utvalget følgende (NOU 1999:3 side 209):

«Denne må som i dagens lov angi de nødvendige hovedregler for såvidt gjelder de enkelte oppgaver og myndighet som børser har overfor brukerne. Loven skal også inneholde forskriftshjemler til fastsettelse av nærmere regler. Ved å gjøre loven til en rammelov, og overlate detaljregulering til forskrifter og standardvilkår, kan reguleringen ha en viss fleksibilitet ved endrede rammebetingelser og behov.»

For det annet foreslår utvalget at Kongen, departementet eller annet organ etter delegasjon, skal fastsette forskrifter som inneholder mer detaljerte regler. Forskriftshjemlene er i utvalgets lovforslag inntatt i de regler som utvalget anser at det kan være behov for å utfylle. Om innholdet i forskriftene uttaler utvalget (NOU 1999:3 side 209 - 210):

«På dette nivået bør typisk de EU-rettslige kravene oppfylles, som f.eks prospektkrav, vilkår for opptak til børsnotering, medlemmers rapporteringsforpliktelser m.v. Videre bør de detaljerte reglene om klagenemndens virksomhet og funksjon være regulert i forskrifts form. Om de ulike forskriftene bør samles i en forskrift betegnet som «børsforskrift» som i dag, eller deles opp etter hjemmelsgrunnlag eller lignende, bør være opp til den kompetente myndighet å avgjøre.»

Den resterende regulering av forholdet mellom børsen og dens brukere bør i følge utvalget fastsettes av børsen selv. Utvalget foreslår at det tas inn en bestemmelse som fastsetter at børsen til utfylling av børsloven med forskrifter skal fastsette regler og forretningsvilkår som regulerer rettigheter og plikter for utsteder av børsnoterte finansielle instrumenter og børsmedlemmer, samt om kursnoteringen. Utvalget legger til grunn at det bør være et vilkår for å få konsesjon som børs at foretaket har fastsatt nødvendige regler og forretningsvilkår. Om innholdet i slike regler og forretningsvilkår uttaler utvalget (NOU 1999:3 side 210):

«Dette nivået vil ha karakter av privatrettslige forretningsvilkår eller standardavtaler, og må være innenfor reguleringen på øvre nivåer. Forretningsvilkårene vil dels kunne gi ytterligere regulering av forhold som er regulert i lov og forskrifter, dels regulere forhold som ikke er direkte regulert der. Eksempelvis vil opptaksdirektivets vilkår for notering av verdipapirer måtte følge av forskrift. Børsen kan fastsette mer detaljerte betingelser der forskriften åpner for det, for eksempel regulere forhold som må inntas i søknad om opptak til notering av verdipapirer. Også forhold som handelsregler, medlemsvilkår, prisstruktur m v, vil kunne fastsettes som forretningsvilkår. Flere av de forhold som i dag er regulert i børsforskriften kan trolig flyttes ned på dette nivået.»

Utvalget viser til ISDs forutsetning om at for at noe skal kunne anses som et regulert marked, må det finnes bestemmelser for markedet som vedkommende myndigheter har gitt eller godkjent og som fastlegger nærmere angitte vilkår for markedet. Etter utvalgets oppfatning må direktivets krav om godkjenning av reguleringen, kunne oppfylles ved at tilsynsmyndigheten gis myndighet til å kreve endringer, dersom reguleringen ikke oppfyller bestemmelser i eller i medhold av lov. På denne bakgrunn foreslår utvalget at børsen skal sende inn sine regler og forretningsvilkår, og endringer i disse, til Kredittilsynet, samt at Kredittilsynet kan kreve disse endret dersom de ikke oppfyller lov eller regler gitt i medhold av lov. Utvalget uttaler i denne forbindelse (NOU 1999:3 side 210):

«Noe krav om formell godkjennelse vil det ikke være. Begrensningene i Kredittilsynets hjemmel til å kreve endringer medfører for eksempel at det i utgangspunktet ikke kan gripes inn overfor børsens prisstruktur, fordi dette ikke er nærmere regulert i lov eller forskrift, utover de generelle krav til nøytralitet og likebehandling m v, jf lovutkastet § 5-1 første ledd. Derimot vil Kredittilsynet kunne kreve endringer i forretningsvilkår om for eksempel vilkår for børsnotering hvis disse er i strid med de minstekrav som vil følge av direktiver og forskrifter.»

Autorisert markedsplass

Som for børser finner utvalget det hensiktsmessig å fastsette de overordnede prinsipper for virksomheten også ved autoriserte markedsplasser i loven.

Videre foreslår utvalget at Kongen skal kunne fastsette nærmere regler til utfylling av lovens bestemmelser. Forskriftshjemlene er i utvalgets forslag til dels i de enkelte bestemmelser som skal kunne utfylles. I tillegg er det foreslått en mer generell forskriftshjemmel om at Kongen skal kunne fastsette nærmere regler om organiseringen av autoriserte markedsplassers virksomhet til utfylling og avgrensning av bestemmelsene i loven her, og om slike mar-

kedsplassers overvåkning av markedet. Når det gjelder en autorisert markeds plass» tilsyn med markedsplassen foreslår utvalget at Kongen gis kompetanse til å fastsette om og i hvilken utstrekning enkelte av bestemmelsene, som i utgangspunktet etter loven ikke kommer til anvendelse for autoriserte markedsplasser, likevel skal gis tilsvarende anvendelse for autoriserte markedsplasser.

Den resterende regulering av forholdet mellom autoriserte markedsplasser og dens brukere bør i følge utvalget fastsettes av markedsplassen selv. Utvalget foreslår at det tas inn en bestemmelse som fastsetter at markedsplassen til utfylling av børsloven med forskrifter skal fastsette regler og forretningsvilkår som regulerer vilkår for opptak av og rettigheter og plikter for utsteder av finansielle instrumenter som opptas til handel på markedsplassen og for markedsplassens medlemmer, samt om kursnoteringen. Markedsplassen skal forelegge regelverk, forretningsvilkår og standardavtaler, herunder endringer i disse, for Kredittilsynet. Kredittilsynet kan kreve regelverk, forretningsvilkår og standardavtaler endret dersom disse ikke er i overensstemmelse med lov eller bestemmelser gitt i medhold av lov. Utvalget uttaler følgende i sin omtale av forslaget NOU 1999:3 side 233):

«Det følger av investeringstjenestedirektivet at et «regulert marked» skal ha regler om hvordan markedet skal virke, opptak, medlemskap og gjennomsiktighet, se nærmere i kapittel 12.2.2.1 og kapittel 20.4.3. Regelverket skal være gitt eller godkjent av «vedkommende myndigheter». Man kan tenke seg flere ulike reguleringsteknikker for implementeringen av vilkårene i investeringstjenestedirektivet. 1) Myndighetene kan i lov fastsette de konkrete regler. 2) Myndighetene kan lovfeste generelle regler, med forskriftshjemler for de mer detaljerte regler. 3) Myndighetene kan fastsette i lov at det skal være regler i henhold til direktivets definisjon, og gi et offentlig organ myndighet til å godkjenne regelverket. 4) Som for alternativ 3, men slik at vedkommende myndigheter, d v s tilsynsmyndighetene, overvåker at de konkrete reglene som markedsplassen fastsetter, oppfyller mer generelle prinsipper fastsatt i lov eller forskrift og de krav som følger av investeringstjenestedirektivet for «regulerte markeder». Utvalget har vurdert det siste alternativet som den mest hensiktsmessige reguleringsformen. Man oppnår da at grunnprinsippene lovfestes, mens detaljreguleringen er fleksibel, samtidig som myndighetene har innflytelse på hvordan disse konkret blir utformet.

Etter utvalgets forslag gis tilsynsmyndighetene hjemmel til å gripe inn og kreve vilkårene endret, dersom de viser seg å være i strid med bestemmelser gitt i eller i medhold av lov, jf lovutkastet § 6-1 femte ledd.»

8.1.1.3 Høringsinstansenes uttalelser

Oslo Børs gir sin tilslutning til den modell som er valgt for regulering av børsvirksomhet og autoriserte markedsplasser og uttaler i denne forbindelse:

«Det gir en fornuftig struktur ved at reguleringen skjer med børsloven som overordnet rammelov for virksomheten og dens organisering, mens det gis hjemler for nærmere regulering i forskrift. Den mer forretningsmessige delen av virksomheten er overlatt til den enkelte børs eller markedsplass å fastsette nærmere regler for.

Børsvirksomhet er i stadig større grad blitt en konkurranseutsatt virksomhet - særlig på tvers av landegrensene. Ikke minst har de senere års EØS-lovgivning bidratt til dette. Børsvirksomhet befinner seg etter sin natur og basert på de relevante direktivene i skjæringsområdet mellom offentlig forvaltning og privat autonomi. Oslo Børs vil understreke betydningen av den nye konkurransesituasjonen og hensynene til et rasjonelt og effektivt marked.

Ovennevnte tilsier at børsvirksomhet - innefor de rammer loven gir - må gis konkurransedyktige betingelser. I fastsettelsen av nærmere regulering av virksomheten gjennom forskrift må det derfor utvises tilbakeholdenhet med å fastsette særnorske ordninger. En vidtgående forskriftsregulering kan dessuten innebære tap av den fleksibilitet som er nødvendig for å tilpasse seg utviklingen i konkurrerende markeder.

Hensyntatt det samfunnsmessige behov for regulering, bør de norske markedsplassene i så stor grad som mulig gis rom som «selvregulerende institusjoner» til selv å fastsette hensiktsmessige regler og avtalevilkår for virksomheten. «

Oslo Børs understreker videre betydningen av at rammelovgivningen for børsvirksomhet i Norge bør ta utgangspunkt i hva som er minimumsregler etter de relevante EØS-direktivene og peker på at børsvirksomhet er en internasjonal konkurranseutsatt virksomhet. Det bør etter Oslo Børs» syn unngås at det for det norske markedet etableres særordninger som medfører at man i forhold til rammebetingelsene stilles i en dårligere utgangsposisjon enn andre konkurrerende børser. En vesentlig reduksjon av interessen fra internasjonale aktører, vil ifølge Oslo Børs på sikt kunne medføre at det nasjonale fagmiljøet og kompetansen utarmes. Oslo Børs anser at det bør være opp til den enkelte børs selv å sette strengere regler der dette f.eks. anses tjenlig for å bedre tilliten til markedsplassen.

Kredittilsynet støtter utvalgets forslag til lovteknisk løsning, og uttaler:

«Utvalgets forslag til lovteknisk løsning er etter Kredittilsynets oppfatning hensiktsmessig, idet den åpner for en nødvendig grad av fleksibilitet og imøtekommer den enkelte børs» behov for å fastsette et individuelt internt regelverk. Regelverket som fastsettes av den enkelte børs kan avvike fra øvrige børseres regelverk, og vil således kunne danne grunnlag for konkurranse mht. å oppnå mest mulig effektive markedsplasser som ivaretar brukernes behov. Slike regelverk må imidlertid ligge innenfor de rammer som oppstilles av lov og bestemmelser gitt i medhold av lov. Begrepet «lov» i denne sammenheng kan være både børsloven, verdipapirhandeloven samt annen lovgivning som kommer til anvendelse på virksomheten (f.eks. aksjeselskapslovgivningen).»

Kredittilsynet påpeker at innenfor den systematikken som foreslås av utvalget, er det viktig at det rammeverket som oppstilles i form av lover og forskrifter er tilstrekkelig til å ivareta de samfunnsmessige krav som må stilles til børser, myndighetenes behov for å kunne føre egnet kontroll og tilsyn med virksomheten samt de internasjonale forpliktelsene Norge har påtatt seg blant annet gjennom EØS-avtalen. I denne sammenheng er det ifølge Kredittilsynet særlig viktig å påse at de forskriftshjemler som utvalget foreslår er tilstrekkelige til å ivareta disse behovene.

Under Kredittilsynets drøftelse av utvalgets forslag om Kredittilsynets tilsyn med børseres regler og forretningsvilkår, omtales ikke forholdet til ISD

artikkel 1 nr.13. Under omtalen av forslaget til tilsvarende regel for autoriserte markedsplasser stiller imidlertid Kredittilsynet spørsmål ved om forslaget om at markedsplassens regler og forretningsvilkår ikke skal godkjennes, men kan kreves endret av tilsynsmyndigheten er tilstrekkelig i forhold til de krav som stilles et «regulert marked» i ISD. Kredittilsynet uttaler om dette:

«Kredittilsynet vil imidlertid peke på at kravene til et regulert marked iht. ISD art. 1 nr. 13 defineres som et marked hvor det finnes bestemmelser som vedkommende myndigheter har gitt eller godkjent, og som bl.a. fastlegger vilkårene for medlemskap og vilkårene som et finansielt instrument skal oppfylle for at det kan omsettes på markedet når opptaksdirektivet ikke får anvendelse. Det vises videre til legaldefinisjonen av «regulert marked» i verdipapirhandeloven § 1-3, som bygger på ISD art. 1 nr. 13. I forhold til de autoriserte markedsplassene vil utkastets § 5-6 eller forskrifter i medhold av denne bestemmelsen ikke komme til anvendelse. Det vil kun være markedsplassens egne regler og forretningsvilkår som regulerer vilkårene for medlemskap og opptak, innenfor rammen av det øvrige regelverk. Det foreslås at tilsynsmyndigheten kan kreve disse endret, uten at dette innebærer noen godkjennelse fra offentlig myndighet. Det er etter Kredittilsynets oppfatning tvilsomt om denne ordningen er tilstrekkelig i forhold til de krav som stilles til et «regulert marked» i investeringstjenestedirektivet.»

Selv om Kredittilsynet etter utvalgets forslag ikke skal foreta noen formell godkjennelse, er det etter Kredittilsynets oppfatning av betydning at Kredittilsynet gis en mulighet til å vurdere børsenes regler og forretningsvilkår (samt eventuelle endringer i disse) *før* de trer i kraft. Kredittilsynet uttaler i denne forbindelse:

«Ved konsesjonssøknader, skal utkast til regler og forretningsvilkår vedlegges søknaden, jf. lovutkastets § 2-3 første ledd. Her vil Kredittilsynet motta regelverket for gjennomgang før konsesjon gis, og endringer vil derved kunne kreves gjennomført før regelverket trer i kraft. Det stiller seg imidlertid noe annerledes ved endringer i allerede fastsatte regler/forretningsvilkår. Ut fra ordlyden i lovutkastets § 5-1 tredje ledd skal slike endringer «innsendes til Kredittilsynet». Det er ikke presisert hvorvidt slik innsending skal skje i forkant eller samtidig med ikrafttreddelsen.»

Kredittilsynet foreslår på denne bakgrunn at det inntas i bestemmelsen at inn-sending må skje senest 4 uker før endringen skal tre i kraft. Det vises til at Kredittilsynet ved dette får mulighet til å gripe inn på et tidlig stadium dersom behovet er til stede uten at det er stilt noe krav om godkjenning på forhånd. Samtidig legger Kredittilsynet til grunn at det at oversendelse må skje før ikrafttredelse ikke utelukker at Kredittilsynet vil kunne pålegge endring av regler/forretningsvilkår som har trådt i kraft.

Konkurransetilsynet, med støtte fra *Arbeids- og administrasjondepartementet* presiserer at det er spesielt viktig, for brukernes tillit til børsen, at børsens egne standard- og forretningsvilkår er underlagt tilfredsstillende tilsyn.

Aksjesparerforeningen ber departementet vurdere å gi Kredittilsynet hjemmel til å endre Børsens forretningsvilkår også i de tilfellene der de oppfattes som urimelig. Foreningen uttaler i denne forbindelse:

«Foreningen vil dessuten understreke at lovutkastet ikke gir myndighetene noen adgang til å gripe inn eller sette tilside forretningsvilkår som oppfattes som urimelige av brukerne, jfr. § 5-1. Dette til tross for at Oslo Børs «de facto» får en monopolstilling. Foreningen stiller spørsmål om dette er veloverveid? Foreningen understreker at den ikke er tilhenger av unødig myndighetsregulering av aktørene eller verdipapirmarkedene. Likevel er det et faktum at eksempelvis dagens prising av kursinformasjon i realtid, innebærer en reell forskjellsbehandling av meglere/store investorer kontra små investorer/allmennheten. Sistnevnte gruppe utestenges i praksis fra realtidinformasjon som er for dyr. Det skjer i en tid da ny teknologi gir stadig flere muligheten til å delta i verdipapirmarkedene «online». Foreningen mener derfor at departementet bør vurdere å gi Kredittilsynet hjemmel til å endre Børsens forretningsvilkår også de tilfellene der de oppfattes som urimelig.»

8.1.1.4 Departementets vurdering

Departementet er enig med utvalget i at fastleggelse av hvilke oppgaver børser og autoriserte markedsplasser skal ha, og hvordan de skal utføres, må ligge innenfor de minstekrav som stilles til et «regulert marked» og andre bestemmelser i EØS-reglene som svarer til de relevante EU-direktiv. Siden de ulike direktivkravene er omfattende og dels detaljerte, vil det av tekniske grunner være hensiktsmessig å fastsette hovedregler og prinsipper i loven og de mer detaljerte regler i forskrift, som foreslått av utvalget.

Den nærmere vurdering av hvor store deler av regelsettet som må inntas i børsloven eller i forskrift for at et direktivkrav kan anses å være oppfylt, må vurderes konkret ved fastsettelsen av de aktuelle bestemmelsene i børsloven og i forskrifter.

Utvalget har lagt til grunn at børs/autorisert markedsplass skal fastsette mer detaljerte regler innenfor lovens minstekrav, for eksempel regulere hvilke forhold som må inntas i søknad om opptak til notering av verdipapirer. Også nærmere handelsregler, ytterligere medlemsvilkår, regulering av prisstruktur mv., vil i følge utvalget kunne inntas i regler og forretningsvilkår utarbeidet av børs eller markedsplass. Departementet slutter seg til utvalgets vurdering på dette punkt. Departementet foreslår som utvalget at børs og autorisert markedsplass til utfylling av børsloven med forskrifter skal fastsette regler og forretningsvilkår om blant annet opptak til kursnoteringen og om rettigheter eller plikter for utstedere og medlemmer. Departementet anser som utvalget at flere av de forhold som i dag er regulert i børsforskriften trolig kan overlates til regulering i markedsplassenes egne regelverk. Det vises til lovforslaget § 5-1 tredje ledd og § 6-4 tredje ledd.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at regler og forretningsvilkår som nevnt skal sendes inn til Kredittilsynet og at Kredittilsynet skal kunne kreve disse endret dersom de ikke oppfyller lov eller regler gitt i medhold av lov. Departementet anser en slik ordning for å være i overensstemmelse med ISD artikkel 1 nr. 3. På bakgrunn av Kredittilsynets høringsuttalelse foreslås det at Kredittilsynet skal kunne fastsette frist for innsending av endring og tillegg i regler og forretningsvilkår før endringen eller tillegget settes i verk. Departementet legger til grunn at Kredittilsynet skal kunne kreve endringer i regler og forretningsvilkår også etter at disse har trådt i kraft, der-

som Kredittilsynet i ettertid oppdager at de ikke oppfyller regler gitt i eller i medhold av lov.

Aksjesparernes Forening har bedt departementet vurdere om ikke Kredittilsynet bør få hjemmel til å endre børsers forretningsvilkår ikke bare hvis disse ikke oppfyller lov eller regler gitt med hjemmel i lov, men også hvis de oppfattes som urimelig. Departementet viser til at en børs eller autorisert markeds plass» regler må utformes under hensyn til de generelle prinsipper om blant annet nøytralitet og likebehandling av aktører som fremgår av lovforslaget § 5-1 annet ledd og § 6-4 annet ledd. Dette vil Kredittilsynet måtte ta hensyn til ved vurderingen av børser og autoriserte markeds plassers regler og forretningsvilkår etter lovforslagets § 5-1 tredje ledd og § 6-4 tredje ledd. Videre vises det til at Konkurransetilsynet i medhold av konkurranse loven § 3-10 kan gripe inn mot misbruk av dominerende stilling i et marked, blant annet dersom tilbyder stiller usaklige eller urimelige vilkår for forretningsforbindelser. Også avtaleloven § 36 kan medføre revisjon av urimelige forretningsvilkår i det enkelte tilfelle. Dersom markeds plassen ikke er i en dominerende stilling i markedet antar departementet at den av konkurransemessige hensyn vil være lite tilbøyelig til å operere med forretningsvilkår som oppfattes som urimelige. Departementet antar på denne bakgrunn at synspunktene som er fremmet av Aksjesparernes Forening er tilstrekkelig ivaretatt.

8.1.2 Forvaltningslovens anvendelse

8.1.2.1 Gjeldende rett

Forvaltningsloven § 1 fastsetter at loven gjelder den virksomhet som drives av forvaltningsorganer når ikke annet er bestemt i eller i medhold av lov. Som forvaltningsorgan regnes i forvaltningsloven et hvert organ for stat eller kommune. Privat rettssubjekt regnes som forvaltningsorgan i saker hvor det treffes enkeltvedtak eller utferdiger forskrift. Lov av 19. juni 1970 nr. 69 om offentlighet i forvaltningen (offentlighetsloven) har et tilsvarende virkeområde. I forvaltningsloven § 2 er et vedtak definert som en avgjørelse som treffes under utøving av offentlig myndighet og som generelt eller konkret er bestemmende for rettigheter eller plikter til private personer (enkeltpersoner eller andre private rettssubjekter). Av samme bestemmelse følger det at et enkeltvedtak er et vedtak som gjelder rettigheter eller plikter til en eller flere bestemte personer, mens en forskrift er et vedtak som gjelder rettigheter eller plikter til et ubestemt antall eller en ubestemt krets av personer.

Hverken forvaltningsloven eller børsloven gir direkte svar på om børsens virksomhet omfattes av forvaltningsloven. Til det generelle spørsmål om børsens status uttales det i NOU 1985:33 på side 46 at «De fleste grunner taler imidlertid for å anta at børsen ikke er et forvaltningsorgan ...». Samtidig er det uttrykkelig forutsatt i forarbeidene til børsloven at enkelte av de vedtak børsen treffer må anses å være enkeltvedtak etter forvaltningsloven. I Ot.prp. nr. 83 (1986-87) side 90 heter det:

«Departementet ser det imidlertid heller ikke som nødvendig å foreta noen drøftelse av om børsen er et forvaltningsorgan eller ikke i rettslig forstand. Enkelte av de vedtak børsen treffer må anses å være enkeltvedtak etter forvaltningsloven under enhver omstendighet. Videre vil etter departementets oppfatning børsforskriftene i formell forstand

være forskriftsvedtak etter forvaltningsloven § 2c). Disse synspunkter er for øvrig i tråd med Justisdepartementets uttalelse i forbindelse med høringsbehandlingen av utredningen.»

Uttalelsen ble fulgt opp av Finanskomiteén, jf. Innst.O. nr. 20 (1987-88) side 16. Basert på lovgivers forutsetninger er det således lite tvilsomt at børsens avgjørelser av blant annet søknad om børsnotering og børsmedlemskap, strykning og suspensjon av finansielle instrumenter fra notering samt ilegelse av sanksjoner, anses som enkeltvedtak etter forvaltningsloven § 2. Generelle regler gitt av børsen, f. eks. handelsregler etter børsloven § 4-6, er videre å anse som «forskrift» etter forvaltningsloven § 2 første ledd bokstav c. Børsklagenemnden har i forbindelse med en klage behandlet spørsmålet om hvilke av børsens vedtak overfor børsmedlemmer som må anses å være forvaltningsvedtak. I Børsklagenemndens avgjørelse av 27. oktober 1998 heter det blant annet (den vedtaket gjelder er anonymisert):

«For børsens virksomhet foreligger det imidlertid ganske klare holdepunkter for denne avgrensingen gjennom forarbeidene til endringen av den tidligere børslov av 19 juni 1931 nr 19 § 13 ved lov 19 juni 1969 nr 54, jf Ot prp nr 27 (1968-69) s 71, og forarbeidene til nåværende børslov. For børsmedlemmer er forvaltningsvedtak, iallfall først og fremst, vedtak om avslag på søknad om børsmedlemsskap og vedtak om opphør av medlemsskapet, suspensjon og visse advarsler, jf bl a Ot prp nr 83 (1986-87) s 44 - med henvisninger til innstillingen fra børslovkomiteén, s 47, s 58, s 98, s 99 og Innst O nr 90 (1987-88) s 18. Selv om suspensjon og advarsler er forutsatt å være vedtak, er det gjort innskrenkninger i klageretten for disse vedtakene. I børsloven er forutsetningen om hva som er vedtak og gjenstand for klage, kommet til uttrykk i § 3-2 (3) siste punktum, jf børsforskriften § 11-1 siste ledd og § 25 - 6 sjette ledd. I tillegg til avgjørelser om medlemsskap og opphør av medlemsskap vil forvaltningsvedtak for børsmedlemmer kunne være mulkt eller overtredelsesgebyr etter børsloven §§ 6-2 og 6-3, jf børsforskriften §§ 25-7 og 25-8. Om klageadgangen her, se Innst O nr 90 (1987-88) s 20-21.

Børsloven og de supplerende regler i børsforskriften, sammenholdt med børslovens forarbeider, angir altså detaljert hva som er forvaltningsvedtak og derved - negativt - hvilke beslutninger som ikke er det. Denne avgrensninger må i utgangspunktet være avgjørende. Skal børsens avgjørelse i en sak som denne, likevel regnes som et forvaltningsvedtak, må det være fordi avgjørelsen har karakter og virkninger som reelt sett ligger nær opp til et det børsloven og børsforskriften regner som forvaltningsvedtak. Her må det i tilfellet være begrunnet i at avstengningen av MAINS-feed innebærer en faktisk utelukkelse for X fra å drive virksomheten som børsmedlem, eller at avstengningen for selskapet har et sanksjonspreg som må sidestilles med vedtak om overtredelsesgebyr etter børslov og børsforskrift.»

8.1.2.2 Utvalgets forslag

Utvalget peker på at den offentlige innflytelse og det offentlige preg som ville trekke i retning av å anse børsen som et forvaltningsorgan etter forvaltningsloven, etter utvalgets forslag blir betydelig redusert i forhold til hva som er tilfelle i dag. Utvalget viser til at den sentrale del av myndighetenes innflytelse over børsen vil skje via regler om eksternt tilsyn og en konsesjonsordning. Det vises også til at børs etter utvalgets forslag vil kunne organiseres som all-

mennaksjeselskap eller som selveiende institusjon hvor det offentlige ikke oppnevner eignes representanter. Autorisert markedsplass skal etter forslaget organiseres som allmennaksjeselskap. Departementet eller andre offentlige organer vil ikke kunne instruere børser som overordnet forvaltningsorgan hverken i generelle spørsmål eller i enkeltsaker. Videre viser utvalget til at det er lagt opp til at børsens inntekter ikke skal være i form av beskatning eller lov- og forskriftsbestemte avgifter, men fastsettes av børsen som en del av de alminnelige forretningsvilkår, og at det legges opp til at det skal være lettere å etablere alternative børser, enn etter gjeldende lov. Ytterligere viser utvalget til at det for utvalget er sentralt å skille dagens børs fra en rekke av de myndighetsoppgaver børsen har i dag, for å styrke børsers fokus på drift av selve markedsplassen. På denne bakgrunn anser utvalget at det ikke er naturlig å anse børser som «forvaltningsorgan» etter forvaltningsloven § 1.

Utvalget drøfter deretter om de vedtak børsen treffer, for eksempel om opptak, suspensjon og strykning av finansielle instrumenter og opptak og opphør av børsmedlemskap, samt fastsettelse av regler og forretningsvilkår, skal kunne anses som privatrettslige avtaler som børser kan inngå i kraft av sin privatrettslige autonomi eller om dette må anses som enkeltvedtak eller forskrift i henhold til forvaltningsloven.

Utvalget peker på at hvis dette anses som privatrettslige avtaler vil en børs kunne fastsette standardavtaler med vilkår knyttet til notering eller medlemskap som gir børsen myndighet overfor avtalepartene, på samme måte som en bank i kraft av privat autonomi avgjør hvem som kan være lånekunde, og med standardvilkår som gir banken myndighet til å avslutte låneforholdet ved mislighold.

På den annen side vil brukerne av børser, det vil si utstedere og verdipapirforetak, i følge utvalget fortsatt kunne ha et behov for de rettssikkerhetsgarantier forvaltningsloven gir en part. I den grad én børs fortsatt kan forventes å ha en tilnærmet monopolstilling, vil denne børsens avgjørelser kunne ha stor økonomisk betydning for utstedere, verdipapirforetak og investorer. Utvalget anser imidlertid ikke at det at en tilbyder av varer eller tjenester utgjør et faktisk monopol, i seg selv fører til at virksomheten omfattes av forvaltningsloven.

Utvalget viser videre til at enkelte av børsens avgjørelser og regler vil være omfattet av direktiver som Norge er forpliktet til å følge i medhold av EØS-avtalen, og drøfter om dette har betydning for spørsmålet om avgjørelsene og reglene må anses som forvaltningsvedtak. I denne forbindelse uttaler utvalget blant annet følgende (NOU 1999:3 side 223-224):

«Etter direktivet om samordning av vilkårene for opptak av verdipapirer til offisiell notering på en fondsbørs (opptaksdirektivet, Rdir 79/279/EØF, se kapittel 12.2.3), skal medlemsstaten påse at verdipapirer ikke blir tatt opp til notering uten at direktivets vilkår er oppfylt, og at utstedere av verdipapirer underlegges direktivets plikter, jf artikkel 3. Om hvem som kan beslutte opptak til notering angir artikkel 9 at:

«1. Medlemsstatene skal utpeke den eller de nasjonale myndigheter som har kompetanse til å treffe avgjørelse om opptak av verdipapirer til offisielle notering på en fondsbørs som er beliggende i eller utøver virksomhet på deres territorium, og påse at dette direktiv gjennomføres. De skal underrette kommisjonen om dette og angi den eventuelle myndighetsfordelingen.

2. Medlemsstatene skal påse at vedkommende myndighet har de nødvendige fullmakter til å utføre sine oppgaver.»

Etter børsprospektdirektivet (Rdir 80/390/EØF, se kapittel 12.2.5) skal medlemsstatene påse at opptak til offisiell børsnotering betinges av at det offentliggjøres et prospekt som skal kontrolleres og godkjennes av den myndighet som er utpekt av medlemsstaten, jf artikkel 18 jf artikkel 3. Medlemsstaten skal også underrette kommisjonen om hvilken myndighet som er utpekt.

Tilsvarende regler om «vedkommende myndigheter» finnes i direktivet om samordning av kravene til prospekt når verdipapirer legges ut til offentlig tegning.

Etter investeringstjenestedirektivets (ISD) (Rdir 93/22/EØF) definisjon av «regulert marked» skal markedet «karakteriseres ved at det finnes bestemmelser som vedkommende myndigheter har gitt eller godkjent», se også i kapittel 12.2.2. Reglene skal etter artikkel 1 nr 13 fastlegge

- a) «vilkårene for hvordan markedet skal virke»,
- b) vilkårene for adgang til markedet,
- c) når opptaksdirektivet (79/279/EØF) får anvendelse, de vilkår for opptak til notering som der er fastsatt
- d) og vilkårene som et finansielt instrument skal oppfylle for at det kan omsettes på markedet når opptaksdirektivet ikke får anvendelse

Medlemsstatene skal etter artikkel 22 utpeke de vedkommende myndigheter som skal ivareta de ulike oppgaver direktivet fastsetter, og skal underrette kommisjonen om dette og hvordan oppgavene er fordelt.

Etter ISD skal de utpekte myndighetene «være offentlige myndigheter eller organer, anerkjent etter nasjonal lovgivning eller anerkjent av offentlige myndigheter som er uttrykkelig bemyndiget til dette etter nasjonal lovgivning». Hverken opptaksdirektivet eller børsprospektdirektivet inneholder slike uttrykkelige karakteriseringer av «vedkommende myndighet».

Utvalget viser til at for at børser skal ha slik kompetanse som angitt i disse direktivene må dette altså besluttes uttrykkelig av det offentlige. Etter utvalgets syn medfører det at myndighetenes tildeling av kompetanse bygger på et offentligrettslig grunnlag at slike beslutninger og regler får et betydelig mer offentlig preg, selv om bruk av kompetansen foregår som ledd i en kommersiell virksomhet og den utøvende myndighet er et privat rettssubjekt. Utvalget viser til at Justisdepartementets Lovavdeling har antatt at typegodkjenning foretatt av privat rettssubjekt som er godkjent av det offentlige som såkalt «meldte organ», er å anse som enkeltvedtak etter forvaltningsloven. Spørsmålet gjaldt gjennomføring av de såkalte produktdirektivene etter EØS-avtalen hvor medlemsstatene gjøres ansvarlig for å melde inn hvilke organer som har rett til å foreta typegodkjenning. Det vises til nærmere omtale av Justisdepartementets uttalelse i utredningen på side 224.

Utvalget antar etter dette at avgjørelser truffet i henhold til kompetanse som tildeles børser som «vedkommende organ» i medhold av ovennevnte direktiver må anses som enkeltvedtak eller forskrift i henhold til forvaltningsloven i den utstrekning det er bestemmende for rettigheter eller plikter for private personer (forvaltningslovens § 2 bokstav a). Utvalget viser til at det har lagt til grunn at direktivkrav skal inkorporeres gjennom lov og forskrift, mens børser kan ha nærmere regler i form av forretnings- eller standardvilkår.

Utvalget mener at bare myndighet utøvet med hjemmel i lov eller forskrift vil være omfattet av forvaltningsloven. Etter utvalgets oppfatning vil forvaltningsloven derfor ikke gjelde for børsers øvrige virksomhet, herunder børsens forretningsvirksomhet og eventuelle regler eller forretningsvilkår som børsen måtte fastsette

Når det gjelder de tilfeller hvor børser har forretningsvilkår som er strengere enn hva som følger av loven eller forskrift i medhold av loven, kan det i følge utvalget være vanskelig å skille mellom regler fastsatt i forretningsvilkår og skjønnt utøvet i medhold av lov- eller forskriftsbestemmelse. Dette gjelder for eksempel vilkår for opptak til notering, hvor børsen kan fastsette strengere krav f. eks. om minste kursverdi, spredning av aksjer eller den tid virksomheten skal ha bestått for kunne børsnotere sine aksjer. Utvalget legger derfor til grunn at (NOU 1999:3 side 227):

«(...)så lenge en avgjørelse anses som enkeltvedtak etter forvaltningsloven § 2 skal den kunne påklages til klagenemnden. Klagenemnden må da nødvendigvis prøve om vedtaket er lovlig uansett om klagen i utgangspunktet refererer seg til vedtakets forhold til lov eller forskrift eller børsens egne forretningsvilkår.»

At visse deler av børsens virksomhet er å anse som enkeltvedtak innebærer ifølge utvalget at visse av forvaltningslovens saksbehandlingsregler gjelder, med mindre det gis særskilt unntak eller spesialregler. Utvalget viser til at blant annet regler om klagerett, krav om varsling av parter, habilitetsregler, partsoffentlighet og krav til begrunnelse gjelder. Utvalget legger videre til grunn at det følger av offentlighetsloven at børsers saksdokumenter som hovedregel vil være offentlige i den utstrekning børsen utøver forvaltningsmyndighet. Det presiseres imidlertid at disse reglene bare vil gjelde for saksbehandling og vedtak i de konkrete saker som anses som enkeltvedtak, og ikke generelt for børsens øvrige virksomhet, saker, styrearbeid mv.

Utvalget foreslår at de viktigste unntakene fra klageretten som gjelder etter gjeldende lov videreføres. Utvalget viser i denne forbindelse til reglene om suspensjon av finansielle instrumenter fra notering, jf. børsloven § 4-11, første gangs suspensjon av børsmedlem, jf. børsloven § 3-2, og avgjørelser under kursnoteringen, jf. børsloven § 4-6 første ledd. Utvalget viser til forslag om at dagens ordning med en særskilt børsklagenemnd der medlemmene oppnevnes av Kongen, videreføres. Utvalget forutsetter at hverken departementet eller Kredittilsynet vil ha noen instruksjonsmyndighet eller omgjøringsadgang av børsers forvaltningsavgjørelser. Det vises imidlertid til at Kredittilsynet vil ha visse beføyelser i kraft av å være tilsynsmyndighet.

8.1.2.3 Høringsinstansenes merknader

Konkurransetilsynet, med støtte fra *Arbeids- og administrasjondepartementet* slutter seg til utvalgets vurdering av at den myndighet som børs utøver med hjemmel i lov eller forskrift vil være omfattet av forvaltningsloven, i motsetning til de deler av børsens virksomhet som blir regulert av forretnings- og standardvilkår. Konkurransetilsynet uttaler i denne forbindelse:

«Konkurransetilsynet er enig med utvalget i at brukere av børsen fortsatt har behov for de rettsgarantier forvaltningsloven gir en part, dette gjelder spesielt ved nektelse ved opptak av verdipapirer til notering. I

investeringstjeneste- direktivet (ISD) reguleres blant annet vilkårene for adgangen til markedet. Konkurransetilsynet støtter utvalgets forslag til et system der direktivkrav implementeres gjennom lov og forskrift og hvor børser kan ha nærmere regler i form av forretnings- og standardvilkår. Myndighet utøvet med hjemmel i lov eller forskrift vil være omfattet av forvaltningsloven, i motsetning til de deler av børsens virksomhet som blir regulert av forretnings- og standardvilkår. Eksempelvis vil børsers regler om beregning av indekser eller fastsettelse av pris for ulike tjenester ikke bli regulert av forvaltningslovens saksbehandlingsprosedyrer m.m. Hvis større deler av børsvirksomheten blir regulert av standard- og forretningsvilkår fastsatt av børsene selv, vil de etter Konkurransetilsynets oppfatning kunne være mer fleksible i forhold til endrede konkurranseforhold i markedet.»

Oslo Børs anbefaler i sitt brev til departementet av 18. januar 2000 at det gis en klar avgrensning for hvilke av børsens regler og beslutninger som vil være å anse som «enkeltvedtak» eller «forskrift» i forvaltningslovens forstand. Det påpekes i denne forbindelse at en avklaring av i hvilke situasjoner børsen må anses å utøve offentlig myndighet vil ha særlig betydning for saksbehandlingen og prosessen når børsene i Norex-alliansen skal harmonisere sine handelsregler, samt prosessen rundt etterfølgende endringer av de harmoniserte handelsreglene.

Justisdepartementet er enig i at børsen etter utkastet til ny lov ikke er et forvaltningsorgan, og slutter seg i det vesentlige til det som er sagt i NOU 1999:3 side 222-223.

Spørsmålet om de vedtak børsen har kompetanse til å treffe i medhold av utkastets kapittel 5 skal anses som vedtak etter forvaltningsloven, er etter Justisdepartementets oppfatning mer tvilsomt. Vurderingen kan etter Justisdepartementets oppfatning også variere over tid, da et moment i vurderingen vil være om børsen er et faktisk monopol. Dersom det opprettes flere børser i Norge, eller det blir vanligere å omsette norske aksjer på utenlandske børser, vil vurderingen av om børsens vedtak er vedtak etter forvaltningsloven § 2 første ledd bokstav a i følge Justisdepartementet kunne falle annerledes ut. Justisdepartementet anser det imidlertid som noe mer klart at avgjørelser med hjemmel i utkastets §§ 5-12 og 5-13 skal anses som forvaltningsvedtak enn vedtak med hjemmel i de øvrige bestemmelsene i utkastets kapittel 5.

Etter Justisdepartementets syn bør det på grunn av usikkerheten avklares i lovteksten hvilke vedtak som skal anses som enkeltvedtak. Justisdepartementet anser at gode grunner taler for at de vedtak som er nevnt i §§ 5-4 flg. følger forvaltningslovens bestemmelser om enkeltvedtak og viser til at det synes som om dette også er lagt til grunn i lovutkastet.

Om vurderingen av om et vedtak skal anses som forvaltningsvedtak skriver Justisdepartementet blant annet følgende:

«Forvaltningsloven § 2 første ledd bokstav b, jf. bokstav a definerer «enkeltvedtak». Hva som er «forskrift» fremgår av lovens § 2 første ledd bokstav c, jf. bokstav a. Disse definisjonene vil være avgjørende både ved anvendelsen av forvaltningsloven og offentlighetsloven. Det spørsmålet som her særlig kan by på tvil, er om de ulike avgjørelsene treffes «under utøving av offentlig myndighet».»

Justisdepartementet peker på at det er på det rene at også private rettssubjekter kan utøve «offentlig myndighet», og således treffe enkeltvedtak eller utførelse av forskrifter. Men utøving av offentlig myndighet krever, som utgangspunkt, et særskilt, offentligrettslig kompetansegrunnlag som må tildeles det private rettssubjektet fra vedkommende kompetente offentlige organ, i første rekke Stortinget som lovgiver. Justisdepartementet uttaler videre om dette:

«Kriteriet «utøving av offentlig myndighet» tar sikte på å avgrense vedtaksbegrepet mot disposisjoner av privatrettslig karakter som foretas av forvaltningsorganet eller det private rettssubjektet.

Dette fremgår blant annet av Ot prp nr 3 (1976-77) s 54, hvor det heter: «Hensikten med ordene er å foreta en sondering mellom de avgjørelser som representerer offentligrettslig myndighetsutøving og de tilfelle hvor det offentliges handlingsgrunnlag i prinsippet er det samme som for private institusjoner (forretningsdrift, serviceytelser).»

Et kjernespor blir etter dette om bestemmelsene i utkastet til lov utgjør selve grunnlaget for børsens ulike avgjørelsestyper, eller om grunnlaget er den private autonomi, slik at loven heller stiller opp begrensninger og en nærmere regulering av utøvingen av den private autonomien. Enkeltvedtak og forskrifter må avgrenses mot avgjørelser som har sitt grunnlag i blant annet forretningsvilkår, herunder standardvilkår, som ikke har et særskilt offentligrettslig kompetansegrunnlag.»

Justisdepartementet understreker at det etter omstendighetene kan foreligge «utøving av offentlig myndighet» dersom grunnlaget for kompetansen er typisk offentligrettslig, f.eks. formell lov, selv om slikt grunnlag strengt tatt ikke er nødvendig. Det at det formelle grunnlaget er en formell lov, bidrar til å gi kompetanseutøvelsen et offentligrettslig preg.

Det at EU-direktivene forutsetter at enkelte typer vedtak skal besluttes av det offentlige, er også et moment som i følge Justisdepartementet taler for at vedtak truffet i henhold til denne kompetansen anses som vedtak etter forvaltningsloven § 2 første ledd bokstav a. Etter Justisdepartementets syn er dette imidlertid ikke avgjørende. Det vises til at utgangspunktet er når man etter norsk rettstradisjon skal anse de aktuelle vedtak som utøving av offentlig myndighet.

Om børsers håndhevelse av krav som følger av lov eller forskrift uttaler Justisdepartementet:

«Etter utkastet til lov vil loven og eventuelle forskrifter stille opp nærmere bestemte krav til opptak av børsmedlemmer, samt opphør og suspensjon av medlemskap og opptak til offisiell notering, stryking og suspensjon av finansielle instrumenter. Disse kravene plikter børsen å håndheve. Børsens kompetanseutøvelse skjer under et visst offentlig tilsyn. Disse kravene kunne også ha vært stilt i kraft av børsens private autonomi. Men etter utkastet er kravene oppstilt i et offentligrettslig grunnlag (formell lov og eventuelt forskrifter med hjemmel i lov), de må ikke vedtas avtalerettslig av de enkelte medlemmer av børsen, og kravene kan i mange tilfeller ikke fravikes av børsen. Kravene er også delvis stilt opp ut fra det offentliges ønske om et velfungerende marked for omsetning av finansielle instrumenter. Mye kan således tale for at det er utøving av offentlig myndighet når disse kravene håndheves etter ulike bestemmelser i utkastet kapittel 5.

Vi viser i denne sammenheng til at det er antatt at private salgsorganisasjoner utøver offentlig myndighet når de i medhold av råfisklo-

ven 14 desember 1951 nr 3 godkjenner fiskekjøpere, jf. Ot prp nr 27 (1968-69) s 79 og Innst O XXII (1968-69) s 20 om lovens § 4 slik den tidligere lød. Slike avgjørelser har stor likhet med f eks avgjørelser om medlemskap i en børs, fordi avgjørelsen i realiteten er bestemmende for adgangen til å delta i et marked.»

Dersom de kravene som børsen stiller til medlemmene eller de finansielle instrumentene, ikke følger av loven og heller ikke er gitt som forskrift i medhold av loven, vil håndheving av disse kravene etter Justisdepartementets oppfatning ikke ha det samme preg av offentlig myndighetsutøvelse. Justisdepartementet uttaler i denne forbindelse:

«Dette kan f eks være fastsettelse av ytterligere krav som må oppfylles. Håndhevelse av slike krav vil trolig som utgangspunkt ikke ha et slikt preg av offentlig myndighetsutøvelse at det er tale om enkeltvedtak. Det kan imidlertid hevdes at sammenhengen mellom de kravene som gjelder direkte med grunnlag i loven/forskriften og kravene som primært følger av privatrettslig grunnlag, er så nær at preget av offentlig myndighetsutøvelse også «smitter over» på de sistnevnte kravene. Dette gjelder særlig i en situasjon hvor børsen er et faktisk monopol, slik at de vilkår som settes blir avgjørende for adgangen til å delta i et børsmarked.»

Justisdepartementet peker også på at visse avgjørelser kan få et offentligrettslig preg ved at de har karakter av en ensidig disposisjon fra børsens side, f. eks. ved suspensjon av børsmedlemskap. Dersom de ensidige disposisjonene har elementer av tvang i seg, vil etter Justisdepartementets syn også dette kunne gi dem et preg av offentlig myndighetsutøvelse.

Når det gjelder avgjørelser som dels bygger på håndheving av krav som er gitt i lov eller i medhold av lov, og som dels bygger på håndheving av krav med et privatrettslig grunnlag, så kan disse ifølge Justisdepartementet anses dels som utøvelse av offentlig myndighet, dels som privatrettslige disposisjoner. Alternativt kan en se det slik at det må foretas en totalvurdering av avgjørelsen, hvor en legger avgjørende vekt på om preget av offentlig myndighetsutøvelse er det dominerende.

Med hensyn til spørsmålet om regelverk fastsatt av børsen med hjemmel i utkastets § 5-1 tredje ledd, uttaler Justisdepartementet at de samme momenter har relevans ved denne vurderingen som ved vurderingen av om en avgjørelse med hjemmel i bestemmelsene i utkastets kapittel 5 skal anses som enkeltvedtak.

Oslo Børs skriver i brev til departementet av 18. januar 2000 at en antar at regler for gjennomføring av handelen etter sin art ikke kan anses som forskrift og uttaler i denne forbindelse:

«Det er i dag noe tvil knyttet til dette fordi reglene har en formell forankring i børsforskriften kap 13. Reglene er for sikkerhets skyld av Oslo Børs undergitt saksbehandling som forskrift. Etter lovutkastet vil dette være regler fastsatt i kraft av privat autonomi. At børsen har plikt til å ha slike regler etter lovutkastet § 5-1 tredje ledd gjør dem - på samme måte som f eks bankers forretningsvilkår - ikke til forskrift. At bestemmelsen bruker begreper som «til utfylling av denne lov», og «regulerer rettigheter og plikter», kan imidlertid gi indikasjon på at alle bestemmelser som der nevnt er utøvelse av offentlig myndighet og derfor forskrifter.»

Oslo Børs anbefaler på denne bakgrunn at det avklares at handelsregler og forretningsvilkår av forretningsmessig art - også overfor utstedere og medlemmer - ikke anses som forskrifter. Eksempler på dette kan ifølge Oslo Børs være krav til teknisk utstyr hos børsmedlemmer, børsmedlemmers tilgang til informasjon fra handelssystemene, fremgangsmåte ved gjennomføring av handler, priser for å være medlem og handle mv.

8.1.2.4 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets vurdering av at børser og autoriserte markedsplasser ikke vil være å anse som forvaltningsorgan. Dette er i tråd med Justisdepartementets høringsuttalelse.

Når det gjelder spørsmålet om de avgjørelser som vil bli truffet av børs med hjemmel i lovforslagets kapittel 5 skal anses som enkeltvedtak, slutter departementet seg til Justisdepartementets vurdering av at spørsmålet er tvilsomt og at vurderingen kan variere over tid. Det vises til at det blant annet vil kunne ha betydning om en børs har en faktisk monopolstilling eller ikke. Departementet legger til grunn at f.eks. avgjørelser som går ut på ileggelse av overtredelsesgebyr eller løpende mulkt vil være å betrakte som enkeltvedtak. Når det gjelder øvrige avgjørelser som er fattet med hjemmel i lovforslaget i kapittel 5 er situasjonen mer tvilsom. Departementet finner imidlertid at den betydning mange av disse avgjørelsene vil ha for den det gjelder tilsier at de behandles etter forvaltningslovens regler. Departementet finner det på denne bakgrunn hensiktsmessig å avklare hvilke vedtak truffet av børs forvaltningsloven skal komme til anvendelse for. Det vises til at både Oslo Børs og Justisdepartementet har ansett det viktig med en slik avklaring.

Etter departementets oppfatning er det særlig reglene i forvaltningsloven kapittel III, IV, V, VI og VIII som er aktuelle i denne sammenheng. I kapittel III er det gitt alminnelige regler om saksbehandlingen, i kapittel IV er det gitt regler om saksforberedelse ved enkeltvedtak, i kapittel V er det gitt regler om vedtaket, i kapittel VI er det gitt regler om klage og om omgjøring og i kapittel VIII er det blant annet gitt bestemmelser om virkningen av feil og utsatt iverksetting av vedtak. Det foreslås at bestemmelsen i forvaltningsloven § 13 om taushetsplikt ikke gis anvendelse. Det vises til at det er foreslått en egen bestemmelse om taushetsplikt i børsloven § 3-6. Bestemmelsen er nærmere omtalt i punkt 8.2.4.

Forvaltningslovens regler i kapittel II om ugildhet foreslås ikke gitt anvendelse da det er foreslått en egen bestemmelse om habilitet i børsloven § 3-7, jf. nærmere omtale i punkt 8.2.5.

Det foreslås at departementet skal kunne fastsette nærmere regler om saksbehandlingen.

Departementet foreslår etter dette en bestemmelse med oppregning av hvilke avgjørelser som fattes av børs som skal behandles etter saksbehandlingsreglene i forvaltningsloven. Det vises til lovforslaget § 5-14. Oppregningen er ment å være uttømmende, slik at forvaltningsloven ikke vil komme til anvendelse for andre avgjørelser enn de som er nevnt i § 5-14. Så lenge det er snakk om en avgjørelse av den art som er omhandlet i de bestemmelser som er omfattet av oppregningen, vil det være uten betydning om avgjørelsen bygger på håndheving av krav som er gitt i eller i medhold av børsloven, eller

håndheving av krav som fremgår av børsens egne regler og forretningsvilkår. Vedtakene som er nevnt i § 5-14 vil som hovedregel være gjenstand for klage, jf. lovforslaget § 7-1 som er nærmere omtalt i kapittel 10.

I § 5-14 foreslås det at når børs treffer avgjørelser etter børsloven §§ 5-4, 5-5, 5-6, 5-8, 5-9, 5-12 og 5-13 skal de nevnte bestemmelsene i forvaltningsloven få anvendelse. Dette innebærer at en børs avgjørelse om opptak av børsmedlem, suspensjon eller opphør av børsmedlemsskap, opptak til børsnotering, suspensjon og strykning av finansielle instrumenter fra børsnotering, samt ileggelse av overtredelsesgebyr eller løpende mulkt skal behandles etter de nevnte regler i forvaltningsloven. Det samme gjelder avgjørelser børsen treffer i medhold av verdipapirhandeloven kapittel 4 om tilbudsplikt og frivillige tilbud ved oppkjøp og kapittel 5 om prospektkrav ved offentlig tilbud. I gjeldende rett har det vært lagt til grunn at vedtak som nevnt ovenfor er enkeltvedtak etter forvaltningsloven og skal behandles i henhold til denne.

Departementet foreslår at det i forskrift kan fastsettes i hvilken utstrekning forvaltningsloven skal gjelde når autorisert markedsplass treffer avgjørelser, jf. lovforslaget § 6-9. Det vises til at spørsmålet om forvaltningslovens anvendelse på avgjørelser fattet av autoriserte markedsplasser i liten grad er behandlet av utvalget og høringsinstansene. Også her foreslås det at departementet skal kunne fastsette nærmere regler om saksbehandlingen.

Utvalget har lagt til grunn at en børs fastsetting av regler og forretningsvilkår til utfylling av børsloven med forskrifter i henhold til § 5-1 tredje ledd må anses som privatrettslige forretningsvilkår eller standardavtaler og at forvaltningsloven derfor ikke vil gjelde ved fastsettelsen av slike. Justisdepartementet har på sin side uttalt at de samme momenter har relevans ved denne vurderingen som ved vurderingen av om en avgjørelse med hjemmel i bestemmelsene i utkastets kapittel 5 skal anses som enkeltvedtak. Justisdepartementet utelukker med andre ord ikke at slike regler kan være å anse som forskrifter, jf. forvaltningsloven § 2 første ledd c). Justisdepartementet har imidlertid ikke gått nærmere inn på dette spørsmålet i sin høringsuttalelse.

Departementet legger til grunn at flere av de regler og forretningsvilkår børs og autoriserte markedsplasser forutsettes å fastsette vil være av utpreget privatrettslig karakter, slik at det er uaktuelt å anse dem som forskrifter. Andre regler og forretningsvilkår fastsatt av børs eller autorisert markedsplass kan imidlertid etter sitt innhold tenkes å ha mer til felles med forskrifter. Departementet antar at forskjellen i hovedsak vil knytte seg til om børsen eller markedsplassens vedtak om å fastsette slike regler/vilkår må anses å være truffet under utøvelse av offentlig myndighet, eller om det må anses truffet som en privatrettslig disposisjon med bakgrunn i privat autonomi (standardavtale). Det vises til Justisdepartementets høringsuttalelse.

Ut fra det store antall regler og vilkår som kan tenkes fastsatt, antar departementet at det ikke vil være hensiktsmessig å gi nærmere retningslinjer eller bestemmelser i børsloven for hvilke av børsens regler og forretningsvilkår som eventuelt skal anses som forskrift.

Departementet legger på denne bakgrunn til grunn at de nærmere regler og forretningsvilkår som fastsettes av børs eller autorisert markedsplass skal være å anse som privatrettslige regler og vilkår. I denne forbindelse vises det til departementets forslag om at Kredittilsynet skal kunne kontrollere reglene

og vilkårene, jf. lovforslaget § 5-1 tredje ledd. Videre vises det til at departementet vil fastsette rammer for børs og autorisert markedsplass» nærmere regler i forskrift. Departementet vil således selv kunne sikre at de fleste spørsmål av mer inngripende karakter reguleres i forskrift. Det vises i denne forbindelse også til at departementet, i motsetning til utvalget, foreslår å videreføre departementets hjemmel til å gi nærmere regler om suspensjon og strykning fra notering, jf. lovforslaget § 5-8 fjerde ledd og § 5-9 annet ledd. Bestemmelsene er nærmere omtalt i punkt 8.3.11.

8.2 Virksomhetsregler for børs

8.2.1 Børsvirksomhet og tilknyttet virksomhet

8.2.1.1 Gjeldende rett

Børsloven § 1-3 fastsetter at en børs bare kan drive slik virksomhet som angitt i børsloven § 1-1 og virksomhet som henger naturlig sammen med dette. Etter børsloven § 1-1 skal en børs forestå regelmessig og offentlig kursnotering i forbindelse med omsetning av finansielle instrumenter. Videre følger det av børsloven § 1-3 at dersom Norges Bank ikke noterer offentlige valutakurser etter lov 24. mai 1985 nr. 28 om Norges bank og pengevesenet, kan børsen etter nærmere regler gitt av Kongen gis tillatelse til å forestå regelmessig og offentlig kursnotering for valuta. Slike regler er ikke gitt.

8.2.1.2 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår at det fastsettes at foretak med konsesjon som børs skal drive børsvirksomhet. Utvalget definerer børsvirksomhet som organisering eller drift av et marked for finansielle instrumenter der det legges til rette for handel ved regelmessig og offentlig kursnotering og opptak av finansielle instrumenter til offisiell notering.

Utvalget viser til at det av ulike grunner vil kunne være interessant for børsers å drive også annen virksomhet i tillegg til børsvirksomhet. Samtidig vises det til at lovgiver for visse virksomhetstyper, blant annet for Verdipapirsentralen, finansinstitusjoner, forsikringsselskaper, forvaltningsselskaper for verdipapirfond og verdipapirforetak, har lagt til grunn at det er behov for å begrense virksomhetsspekteret. Utvalget peker på at det er ulike begrunnelser for innskrenkningene i de nevnte foretaks frihet til å drive annen virksomhet og uttaler blant annet i denne forbindelse (NOU 1999:3 side 206):

«Begrunnelsen for slike innskrenkninger i disse foretakenes frihet til å drive annen virksomhet, er lovgivers vurdering av at bank, forsikring, verdipapirfondsforvaltning o s v utøver en funksjon som har så viktige samfunnsmessige sider at kjernevirksomheten skal skjermes mot at ansvar og risiki som kan overføres fra annen virksomhet som går ut over kjernevirksomheten. Spesielt er dette relevant når foretaket er underlagt særskilte krav til ansvarlig kapital og kapitaldekning tilpasset og fastsatt av hensyn til kjernevirksomheten. For børsers vedkommende vises til utvalgets drøftelser i kapittel 19.5 om kapitalkrav for børsers.

I tillegg kan virksomhetsbegrensningene begrunnes i behovet for å verne om disse institusjonenes integritet og tillit. Som drøftet under

kapittel 15, er en av børsens viktigste konkurransefaktorer den tillit børsen er tiltrodd i finansmarkedet. Dersom børsen driver virksomhet som for eksempel medfører at den er konkurrent til sine kunder, kan det skapes mistanke om at institusjonen tar sidehensyn når den inngår kundeforhold i kjernevirksomheten eller ved betjeningen av sine kunder. Ved å begrense virksomhetsområdet for børsene reduseres således faren for at det kan oppstå habilitetskonflikter.

Spørsmålet har også en begrunnelse i tilsynet med disse institusjonene. Det er kjernevirksomhetens art som er begrunnelsen for at institusjonen er underlagt tilsyn og konsesjonsplikt. For å sikre et effektivt tilsyn, er det en fordel at den virksomhet som er under tilsyn og som er underlagt særregulering drives adskilt fra annen virksomhet. Man oppnår på denne måten en oversiktlig struktur i driften, som gjør det mulig for tilsynsmyndighetene å følge kjernevirksomheten, uten «støy» fra annen integrert virksomhet.»

Utvalget viser til at også dansk og svensk rett inneholder virksomhetsbegrensninger for foretak som driver børsvirksomhet.

Utvalget anser etter dette at det er flere argumenter som taler for at foretak som driver børsvirksomhet bør underlegges virksomhetsbegrensninger.

I motsatt retning taler, etter utvalgets syn, hensynet til at børs skal kunne drive den virksomhet den finner hensiktsmessig. I denne forbindelse vises det til at utvalget legger til grunn at børs bør kunne drives etter forretningsmessig formål. Utvalget legger til grunn at virksomheten må kunne organiseres på en måte som er mest mulig rasjonell og at rammereguleringen ikke må stenge for at børsvirksomheten tillates integrert med virksomhet som ligger nært opptil børsvirksomheten, for derigjennom å kunne dra nytte av for eksempel stor-driftsfordeler og strategisk samarbeid.

Utvalget oppsummerer drøftelsen slik (NOU 1999:3 side 206):

«For utvalget er det et klart utgangspunkt at foretak med konsesjon til å drive børsvirksomhet primært skal drive slik virksomhet. På bakgrunn av ovennevnte hensyn om risikoavgrensning, tillit, integritet og tilsyn mener derfor utvalget at en ny børslov bør videreføre regler om virksomhetsbegrensninger, slik at børsen som utgangspunkt ikke kan drive annen virksomhet enn børsvirksomhet. For å sikre rasjonell drift og muligheter for strategisk samarbeid må imidlertid børs fortsatt gis adgang til også å drive virksomhet som har naturlig sammenheng med børsvirksomheten.»

Utvalget foreslår etter dette å videreføre regelen om at en børs i tillegg til børsvirksomhet bare kan drive annen virksomhet som har naturlig sammenheng med børsvirksomhet.

Etter utvalgets vurdering kan en generell drøftelse av hva slags virksomhet som har naturlig sammenheng med børsvirksomhet, deles i to kategorier. Den ene kategori er aktiviteter som har preg av å være bivirksomhet til det å være et foretak som driver børsvirksomhet. Som eksempler på slik virksomhet nevner utvalget salg av børsinformasjon, utleie av egne lokaler og av publikasjoner og IT-tjenester. Den andre kategori er virksomhet knyttet til andre deler av verdipapirkjeden enn selve børsvirksomheten. Virksomhet som hverken kan anses å være bivirksomhet til børsvirksomhet eller relatert til verdipapirkjeden for øvrig, vil etter utvalgets oppfatning som et utgangspunkt anses

å være såvidt fjernt fra børsvirksomhet at børser ikke bør gis anledning til å drive dette.

Virksomhet som har preg av å være bivirksomhet til børsvirksomheten bør etter utvalgets vurdering kunne drives av en børs. Hvorvidt en bivirksomhet er blitt så omfattende at den ikke lenger anses som tilknyttet, vil ifølge utvalget måtte vurderes konkret.

For så vidt gjelder den andre kategorien, virksomhet som er knyttet til eller utgjør andre ledd i verdipapirkjeden enn børsvirksomhet, viser utvalget til de grunnleggende hensyn ved regulering av børsvirksomhet som er beskrevet i NOU 1999:3 kapittel 15 på side 148 flg. Utvalget uttaler i denne forbindelse (NOU 1999:3 side 207):

«En viktig del av utvalgets begrunnelse for at børser skal kunne organiseres som aksjeselskap, er nettopp at denne organisasjonsformen anses velegnet for eventuell sammenslåing og integrasjon med andre virksomheter m.v., jf kapittel 17.2 ovenfor. Utvalget er opptatt av at lovgivningen ikke skal være til hinder for en nærmere integrasjon av de ulike ledd i verdipapirkjeden med sikte på å tilby bedre produkter i markeder og å øke effektivitet og konkurranseevne overfor utenlandske markeder.»

Utvalget peker på at målet om å drive kostnadseffektivt tilsier at det kan oppstå behov for å effektivisere og styrke virksomheten gjennom allianser, samarbeide eller ved integrasjon med andre virksomheter. Utvalget uttaler videre (NOU 1999:3 side 151):

Organisasjonsformen bør ikke være unødig til hinder for slike tiltak, i den nasjonale markedsplassens behov for å styrkes i den internasjonale konkurransen. Dette får videre betydning for hvilke virksomhetsbegrensninger som skal stilles for børser. Danske og svenske børser kan drive både clearing og annen tilstøtende virksomhet. Utvalget legger rent generelt til grunn at børser må kunne ha et vidt virksomhetsområde, forutsatt saklig tilknytning til kjernevirksomheten.»

Utvalget foreslår at Kongen gis myndighet til i tvilstilfelle å avgjøre om virksomhet har naturlig sammenheng med børsvirksomheten. I denne forbindelse uttaler utvalget (NOU 1999:3 side 207):

«Utvalget erkjenner at avgrensningen av hvilken virksomhet som har naturlig sammenheng med børsvirksomhet ikke alltid vil være klar. Hva som er børsvirksomhet, og som har naturlig sammenheng med dette vil kunne variere over tid. Utvalget finner det derfor hensiktsmessig å foreslå at Kongen skal gis myndighet til å avgjøre tvilsspørsmål, se lovutkastet § 5-2 annet ledd.»

Etter utvalgets oppfatning må en børs i utgangspunktet selv kunne velge om virksomhet som har naturlig sammenheng med børsvirksomheten skal drives integrert innen børsvirksomhetsforetaket eller i datterselskap. På den annen side påpeker utvalget at «virksomhet som henger naturlig sammen med børsvirksomheten kan imidlertid komme i konflikt med de hensyn som ligger til grunn for virksomhetsbegrensningsreglene». Utvalget foreslår derfor at Kredittilsynet skal kunne pålegge børsen å drive den tilknyttede virksomheten i eget foretak. Utvalget uttaler i denne forbindelse blant annet (NOU 1999:3 side 207):

«Utvalget foreslår derfor at Kredittilsynet som tilsynsmyndighet skal kunne gi pålegg om at virksomhet som ikke er børsvirksomhet, skal skilles ut i datterforetak, dersom virksomheten kan medføre risikoeksponering, interessekonflikter eller at tilsynsmessige hensyn tilsier slik utskillelse. Slik utskillelse vil også kunne være aktuelt der den tilknyttede virksomheten i seg selv er konsesjonsbetinget, f.eks. oppgjørsvirksomhet i henhold til verdipapirhandelloven kapittel 6 (se særskilt drøftelse like nedenfor). Ved å skille ut virksomheten i eget datterselskap unngås det at samme foretak opererer under ulike konsesjonsregimer, noe som kan skape uklare risiko- og tilsynsforhold.»

Utvalget tar etter dette for seg enkelte eksempler på virksomhet knyttet til andre deler av verdipapirkjeden og drøfter hvorvidt disse kan anses å henge naturlig sammen med børsvirksomhet, og hvis det er tilfelle, om slik virksomhet bør kunne drives i samme foretak som børsvirksomheten.

Utvalget legger til grunn at oppgjørsvirksomhet slik dette er regulert i verdipapirhandelloven kapittel 6 må regnes som virksomhet som naturlig henger sammen med børsvirksomhet. Utvalget viser til at slik virksomhet har en nær sammenheng med virksomheten som derivatbørs i det oppgjørsfunksjonen er en forutsetning for derivathandelen på børs. Med hensyn til spørsmålet om børs- og oppgjørsvirksomhet bør kunne drives i samme foretak viser utvalget til NOU 1996:2 Verdipapirhandel, side 181 og 185 hvor Verdipapirhandellovutvalget drøfter dette spørsmålet. Utvalget siterer fra NOU 1996:2 side 181-182 hvor det heter:

«Utvalget vil for øvrig nevne at de krav som er foreslått over ikke bør utelukke at børs driver oppgjørsvirksomhet. Som nevnt over la Finanskomiteens flertall i Innst. O. nr. 75 (1988-89) til grunn at det bør være et skille mellom markedsplass og oppgjørsfunksjon. Utvalget deler ikke uten videre denne vurderingen slik situasjonen er nå. Integrerte løsninger er ikke uvanlig i utlandet, uten at dette så langt utvalget vet har medført spesielle problemer. Ettersom det foreslås at oppgjørsvirksomhet skal organiseres i aksjeselskap, vil børsen som en stiftelse ikke kunne drive slik virksomhet annet enn i datterselskap med mindre departementet gjør unntak fra bestemmelsen. Eventuelle endringer i børsloven faller utenfor utvalgets mandat. Utvalget anser imidlertid at det ikke bør utelukkes at børs kan drive slik virksomhet integrert dersom de i henhold til børsloven sto fritt organisasjonsmessig og dermed kunne organiseres som aksjeselskap. Det påpekes for øvrig at de integrerte handelsplasser og oppgjørsfunksjoner i utlandet kun omfatter derivater. Utvalget er ikke kjent med eksempler på at børser som er handelsplass for både derivater og underliggende instrumenter også utfører oppgjørsfunksjoner for derivathandelen. Manglende eksempler på en slik full integrering, bør imidlertid ikke utelukke at dette kan være hensiktsmessig.

Utvalget antar at virksomhetsbegrensningen i børsloven § 1-3 ikke bør være til hinder for en integrert løsning som nevnt. Utvalget vil allikevel peke på at det med det norske regelverket for etablering av børs og med kun en etablert norsk børs, kunne være hensiktsmessig å lette på vilkårene for å etablere børs for å legge til rette for en reell etableringskonkurransen dersom det anses hensiktsmessig med en integrert løsning. Utvalget antar i denne forbindelse at det i like stor grad ville kunne være interessant for en oppgjørssentral å søke tillatelse til også å være derivatbørs, som for en eksisterende børs å søke tillatelse til også å forestå oppjøret.»

Børslovutvalget er imidlertid i tvil om oppgjørsvirksomhet skal kunne drives integrert i børsen og konkluderer med at disse to virksomhetstypene etter en konkret vurdering av Kredittilsynet i henhold til lovutkastet § 5-2 tredje ledd bør kunne pålegges drevet i adskilte selskaper. Utvalget uttaler i denne forbindelse (NOU 1999:3 side 208):

«Som et utgangspunkt vil oppgjørsvirksomheten som nevnt ha nær sammenheng med virksomhet som derivatbørs. Dersom kapitalgrunnlaget i børsen er forsvarlig, vil det kunne hevdes at oppgjørsvirksomheten skal kunne drives i børsen. Man har erfaring med slik integrert virksomhet internasjonalt, uten at det er registrert problemer med dette. For aktørene i derivatmarkedet vil en slik integrert virksomhet kunne være formålstjenlig. Transaksjoner kan da gjennomføres i ett system. Det skapes således minst mulig friksjon i transaksjonene. På den en annen side påtar oppgjørssentralen seg en ikke ubetydelig risiko ved å gå inn som part i alle avtalene. Det er også et poeng at oppgjørsvirksomhet er konsesjonspliktig etter verdipapirhandelloven kapittel 6, og at rammebetingelsene for oppgjørsvirksomhet er ulike de rammebetingelser som gjelder for børser, blant annet med særlige krav til ansvarlige kapital. Videre kan bare allmennaksjeselskaper drive oppgjørsvirksomhet. Det vil således bare være børser som er organisert som allmennaksjeselskap som vil kunne drive børs- og clearingvirksomhet i samme organisasjon. Hensynet til klart avgrensede kjernevirksomheter for konsesjonspliktig virksomhet, blant annet av tilsynsmessige hensyn, tilsier at disse to virksomhetstypene etter en konkret vurdering av Kredittilsynet bør kunne pålegges drevet i adskilte selskaper. Ved å skille de to virksomhetene i ulike selskaper vil man videre kunne isolere ulike økonomiske risiki knyttet til de ulike typer virksomhet. Utvalget antar for øvrig at en selskapsrettslig adskillelse av virksomhetene ikke nødvendigvis reduserer effektiviteten i transaksjonskjeden.»

Etter utvalgets syn må også drift av autorisert markedsplass anses å ha naturlig sammenheng med børsvirksomhet. For en børs er dette i følge utvalget aktuelt for verdipapirer som ikke er notert på den samme børsen. Med hensyn til spørsmålet om virksomhet som autorisert markedsplass bør kunne drives i samme foretak som børsvirksomhet uttaler utvalget (NOU 1999:3 side 208):

«Etter utvalgets oppfatning vil ikke slik virksomhet medføre noen særskilt risiko som tilsier krav om utskillelse i datterforetak. På den annen side tilsier integritetshensynet, og hensynet til en velordnet markedsplass, at virksomheten skilles ut i eget selskap. Man oppnår da klare skiller mellom de to virksomhetene, noe som vil være en fordel for å sikre et effektivt tilsyn med de to markedsplassene.»

Utvalget uttaler videre (NOU 1999:3 side 232):

«Dersom en børs ønsker å drive en autorisert markedsplass ved siden av virksomheten som børs, legger utvalget til grunn at regelverket ikke bør være til hinder for dette. Denne virksomheten bør imidlertid etter utvalgets oppfatning drives i et eget selskap. Se nærmere i kapittel 20.2. Man oppnår da blant annet at kostnads- og inntektsstrømmene isoleres fra fondsbørsvirksomheten. Dette klargjør skillet mellom virksomhetene, også i forhold til risiko.»

Videre legger utvalget til grunn at drift av markedsplass for andre produkter enn finansielle instrumenter, f. eks. valuta eller råvarer, og særlig råvarederi-

vater, må anses som virksomhet som henger naturlig sammen med børsvirksomhet. Utvalget viser i denne forbindelse til at råvarederivater i dag ikke er definert som finansielle instrumenter i den norske verdipapirhandelloven. Samtidig vises det til at råvarederivater med kontantoppgjør i enkelte andre land, blant annet Sverige, er definert som et finansielt instrument, og således underlagt den svenske verdipapirhandelloven. Utvalget viser til at spørsmålet hvorvidt råvarederivater med kontant oppgjør skal regnes som finansielle instrumenter er et aktuelt spørsmål internasjonalt. Utvalget viser også til at Finansdepartementet i september 1998 nedsatte et utvalg som skal utrede spørsmål knyttet til regulering av handel i varederivater. (Det vises til nærmere omtale av varederivatutvalgets arbeid i punkt 2.2 og kapittel 13.) Etter utvalgets syn vil i utgangspunktet driften av en markedsplass for varederivater med kontantoppgjør ligge så nær opp til virksomheten som børs for finansielle instrumenter, at den bør kunne drives av børs. Utvalget uttaler i denne forbindelse (NOU 1999:3 side 209):

«En børs kan med dette tenkes å få rasjonell og kostnadseffektiv utnyttelse av tekniske systemer og annen kompetanse. Forsåvidt gjelder varer med oppgjør i fysisk vare og ikke i kontanter, vil vurderingen i utgangspunktet være det samme dersom det foreligger betryggende systemer for oppgjør m v som børsen kan knytte seg til. Om en slik tilknyttet virksomhet skal kreves organisert i eget foretak, bør vurderes konkret.»

Når det gjelder virksomhet i form av rettighetsregistrering viser utvalget til at Verdipapirsentralen i dag er gitt enerett til rettighetsregistrering av finansielle instrumenter. Utvalget uttaler videre (NOU 1999:3 side 209):

«Verdipapirsentralen er ved lov organisert som en selveiende institusjon i samsvar med den særlige reguleringen i verdipapirsentralloven, og har særskilte begrensninger for hva slags virksomhet sentralen kan drive, jf kapittel 11.2 ovenfor. Det er således i dag en uaktuell problemstilling for utvalget om en børs skal gis anledning til å drive slik rettighetsregistrering. Dersom verdipapirsentralloven som følge av den varslede lovrevisjonen endres slik at integrasjon blir mulig, vil imidlertid problemstillingen likevel bli aktuell. Ut fra utvalgets prinsipielle syn på integrasjon av de virksomheter som utgjør verdipapirkjeden, jf ovenfor, og forutsatt at særlige hensyn knyttet til rettighetsregistrering og rettsvernregulering m v kan ivaretas, herunder eventuell videreføring av VPS som eneste rettighetsregistreringssentral, bør det åpnes for at børs og oppgjørs/rettighetssentral skal kunne drives i samme foretak. Hvorvidt slik virksomhet i tilfelle bør skilles ut i eget datterselskap må vurderes nærmere ut fra de hensyn som er gjengitt ovenfor.»

8.2.1.3 Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet er enig i at børs skal drive med organisering eller drift av et marked med offisiell notering av finansielle instrumenter, og at dette forutsetningsvis skal være foretakets hovedvirksomhet. Kredittilsynet mener imidlertid at dette fremgår klart av lovutkastet § 2-1, jf. § 1-3, i sammenheng med § 5-2. Utkastets § 5-1 første ledd, første punktum om at foretak med konsesjon som børs skal drive børsvirksomhet, bør derfor etter Kredittilsynets oppfatning utgå.

Oslo Børs understreker i sin høringsuttalelse behovet for at børs gis anledning til å drive «tilknyttet virksomhet». I sitt brev av 18. januar 2000 til departementet skriver Oslo Børs at det er avgjørende at en fremtidig regulering gir børsen muligheter til å organisere sin virksomhet på en effektiv og funksjonell måte for å kunne tilby konkurransedyktige priser overfor brukerne. Reguleringen må ifølge Oslo Børs også ha en fleksibilitet hvor børsen kan tilpasse seg strukturendringer i det nasjonale og internasjonale finansmarkedet.

Om avgrensningen av hva som skal anses som tilknyttet virksomhet, skriver Oslo Børs i sin høringsuttalelse:

«Hva som anses som slik «tilknyttet virksomhet» bør ikke vurderes en gang for alle. Begrepet bør være fleksibelt og kunne utvikles i takt med endrede bransje- og konkurransemessige forhold. På bakgrunn av at børs vil være undergitt tilsyn og at det vil gjelde konsesjonskrav for virksomheten, er det neppe hensiktsmessig å oppstille nærmere krav i lov eller forskrift til hvordan virksomhet som anses tilknyttet børsvirksomheten skal være organisert.»

Oslo Børs uttaler videre:

«I denne sammenheng kan særlig vises til organiseringen av børsvirksomheten i Sverige hvor de to viktigste børsene - Stockholm Fondsbörs og opsjonsbørsen OM Stockholm AB samt clearingvirksomheten - drives under samme paraply. Tilsvarende nasjonal integrasjon har vi også sett i Sentral-Europa; for eksempel i Tyskland, Nederland og nå sist i Belgia.»

Kredittilsynet slutter seg til utvalgets generelle vurderinger vedrørende tilknyttet virksomhet og børsers adgang til å tilby slik virksomhet. Kredittilsynet er imidlertid av den oppfatning at tilknyttet virksomhet som refererer seg til andre ledd i verdipapirkjeden, etter omstendighetene vil kunne svekke tilliten til børsens integritet og uavhengighet dersom den medfører økonomisk eller annen risiko av betydning. Kredittilsynet foreslår at dette hensyntas i utformingen av lovteksten ved at hensynet til integritet og uavhengighet inntas som et tilleggsvilkår for å kunne drive tilknyttet virksomhet. Kredittilsynet uttaler i denne forbindelse:

«Etter forslaget vil børsen, dersom virksomheten anses som tilknyttet, ha adgang til å utføre denne. Den eneste foreslåtte begrensning, er muligheten til å kreve utskillelse i eget foretak. Kredittilsynet er av den oppfatning at hensynet til integritet og uavhengighet bør inntas direkte i lovteksten, som et tilleggsvilkår for å kunne drive tilknyttet virksomhet, hvorved slik virksomhet kun kan utøves dersom den ikke representerer en slik svekkelse av tilliten til børsens uavhengighet og integritet. Ved anvendelsen av et slikt vilkår vil det være uproblematisk å vurdere dette momentet i forhold til den organisering foretaket velger, herunder opprettelse av egne avdelinger eller datterselskaper, styringsmodeller, internkontroll m.v.»

Når det gjelder utvalgets forslag om at Kredittilsynet skal kunne gi pålegg om at tilknyttet virksomhet drives i eget foretak, uttaler Oslo Børs i sitt brev av 18. januar 2000 til departementet:

«Lovutkastet § 5-2 åpner for at børsen kan drive tilknyttet virksomhet, men sier i annet ledd at Kredittilsynet kan gi pålegg om at den drives i eget foretak. Utredningen kap 20.2 gir i noen grad føringer i retning av

at dette bør pålegges. Oslo Børs mener at det krever særlig gode grunner dersom man skal gi et slikt pålegg, og at hensynet til tilsyn og risikobegrensning ikke i seg selv er god nok grunn. De formelle selskapsskillene vil for disse formål kunne erstattes med forsikringsordninger og kontrollsystemer.»

Norges Fondsmeglerforbund oppfatter utvalgets forslag slik at det åpner for en nærmere integrasjon av børsvirksomhet/clearing. Forbundet støtter forslaget og påpeker at dette er en utvikling man ser i en rekke andre land. Også *Nord Pool* og *Oslo Børs* argumenterer for at clearingvirksomhet må kunne drives som en integrert del av børsvirksomheten. Oslo Børs uttaler i denne forbindelse i sitt brev av 18. januar 2000 til departementet:

«Oslo Børs mener uansett det er viktig at en børs som ønsker å tilby et integrert børsvirksomhet og clearingprodukt ikke pålegges å organiseres dette under et felles holdingselskap. Selv om dette ikke konkret er foreslått av utvalget, vil Oslo Børs forsikre seg om at Regjeringens proposisjon ikke vil inneholde noe slikt forslag, eller at Kredittilsynet i medhold av lovutkastet § 5-2 skal kunne gi pålegg om dette. Holdingenheter passer best som et rent porteføljeinstrument hvor eiere søker disposisjonsrett for operativt uavhengige enheter (f.eks. skogindustri, olje og biler) med hver sin administrasjon og hvor lønnsomheten for den ene enheten er helt uavhengig av de to andre og hvor man kan behandle og kjøpe opp nye selskaper uten at det påvirker de andre. Å etablere et holdingselskap innenfor en og samme verdikjede virker uhensiktsmessig. Det er ineffektivt og dyrt, fragmenterer en naturlig og sammenhengende verdikjede og overlater mye av diskusjonene om hvor i verdikjeden man skal tjene penger til styret i holdingselskapet, med andre ord forsøke å gjøre dette til en administrativ sak i stedet for at prisen dannes i skjæringspunktet mellom leverandør og kunde. Slike systemer blir enkeltvis lite konkurranseorienterte og ofte introverte i sin tenkning. En integrert leverandør av handel og oppgjør bør utgjøre én slagkraftig operativ enhet som er i stand til å møte nye konkurranseformer og beholde sin viktige funksjon som en kvalifisert leverandør av verdipapirtjenester på det norske marked til beste for alle børsens aktører. En helt vanlig bedrift skulle eksempelvis aldri legge fakturerings- og inkassofunksjonen i to uavhengige - ikke-eiede - selskaper og uten tilgang til den teknologi slike selskaper trenger. Det skulle gi disse en helt unaturlig sterk stilling over noe som er livsviktig for bedriftens overlevelse, men samtidig en integrert og ganske enkel funksjon.»

Etter Oslo Børs oppfatning bør også virksomhet som autorisert markedsplass kunne drives i samme foretak som børs. I denne forbindelse uttaler Oslo Børs i sitt brev av 18. januar 2000 til departementet:

«Det er forutsatt at det å organisere handel av finansielle instrumenter uten at dette anses som offisiell børsvirksomhet, kan gjøres uten annen konsesjon enn som verdipapirforetak, jf utredningens kap 16.3.3.3 (siste avsnitt s 163). Det fremgår av lovutkastet §§ 6-1 første ledd jf 2-1 tredje ledd og 1-3 annet ledd at det kan gis konsesjon som autorisert markedsplass for slik virksomhet, og at autorisert markedsplass skal drive slik virksomhet. Siden børsvirksomhet innebærer mer omfattende krav, vil også børs kunne organisere handel i unoterte instrumenter uten særlig tilleggskonsesjon som verdipapirforetak eller annet. Slik virksomhet til være innenfor virksomhetsbegrensningene i lovutkas-

tet § 5-2. I utredningen kap 20.2 (s 208 annen spalte) kan det se ut som utvalget mener at slik virksomhet må drives i eget foretak.

For norske institusjonelle, offentlige og private investorer er det viktig at børsen har et tilstrekkelig utvalg av investeringsobjekter. Med betydelig avgang av selskaper i form av utenlandske selskaper, kan det bli et problem at børsens tilbud blir for lite med mindre rekrutteringen av nye selskaper sikres. Også for næringslivet selv vil børsnotering øke evnen til vekst og utvikling. Et aktivt og godt marked for unoterte aksjer bl. a. ved at unoterte aksjer tilbys en ordnet omsetning og offentlig oppmerksomhet, kan bidra til å øke rekrutteringen av selskaper til børs. For børsen vil det være unaturlig å utelukke muligheten for å stille sine handelsfasiliteter til rådighet for slike tiltak.»

Oslo Børs påpeker videre at det er av stor konkurransemessig betydning at børsen kan tilby også unoterte instrumenter uten å gjøre dette i et eget foretak. Det vises til at dette er vanlig i andre land. Det vises til at på Stockholmsbørsen er det bare A-listen som er offisiell børsnotering, mens selskaper på O-listen og OTC-listen er opptatt til handel. Videre vises det til at på O-listen og OTC-listen kan selskaper, uten forskrifts- og direktivkravet om treårs historikk, omsettes i samme system og på samme børs som de børsnoterte. Tilsvarende gjelder i følge Oslo Børs for Londonbørsens marked SEAQ International. Oslo Børs ber om at det klargjøres i lovens forarbeider at børs skal kunne tilby også unoterte finansielle instrumenter uten å gjøre dette i eget foretak.

Kredittilsynet slutter seg til utvalgets vurdering av at driften av en markedsplass for varederivater ligger relativt nært opp til virksomhet som børs for finansielle instrumenter. Etter Kredittilsynets syn gjelder dette både markedet for derivatkontrakter med kontant oppgjør og for markedet for kontrakter som forutsetter fysisk levering, dersom det foreligger betryggende systemer for oppgjør. Kredittilsynet viser til at utvalget har lagt til grunn at slik virksomhet kan drives som tilknyttet virksomhet i henhold til lovutkastet § 5-2 og at det må vurderes konkret hvorvidt slik virksomhet skal kreves organisert i eget foretak. Kredittilsynet deler utvalgets syn.

Nord Pool argumenterer for at virksomhet med konsesjon med hjemmel i energilovens § 4-1 ikke må være til hinder for at et selskap kan få konsesjon til å drive børsvirksomhet. Nord Pool uttaler i denne forbindelse:

«NP har i dag konsesjon med hjemmel i energilovens § 4 for å drive organisert markedsplass for handel med fysisk kraft. NP forutsetter at dette ikke er til hinder for å kunne søke om konsesjon for også å kunne notere finansielle instrumenter. NPs fysiske marked er for øvrig allerede et regulert marked med utgangspunkt i energiloven og konsesjonen.»

8.2.1.4 Departementets vurdering

Departementet er enig med utvalget i at børs skal drive børsvirksomhet slik dette er definert i børsloven, men anser det overflødig å lovfeste dette. Det vises blant annet til at tillatelse som børs kan kalles tilbake dersom foretaket har opphørt å drive virksomhet som børs i mer enn seks måneder, jf. lovforslaget § 2-3 annet ledd a).

Departementet går som utvalget inn for at det i børsloven videreføres begrensninger for hvilken virksomhet som kan drives av en børs. Det vises til

lovforslaget § 5-2. Departementet kan i hovedsak slutte seg til utvalgets begrunnelse for å videreføre en slik regel.

Utvalget har foreslått at børs i tillegg til børsvirksomhet bare skal kunne drive virksomhet som har naturlig sammenheng med børsvirksomhet. Utvalget legger til grunn at virksomhet som hverken kan anses som bivirksomhet til børsvirksomhet eller relatert til verdipapirkjeden for øvrig, som et utgangspunkt vil bli ansett å være så vidt fjernt fra børsvirksomhet at børs ikke bør gis anledning til å drive dette. Departementet slutter seg til utvalgets vurdering på dette punkt. Departementet er også enig med Oslo Børs i at hva som skal anses å ha naturlig sammenheng med børsvirksomhet ikke bør vurderes en gang for alle. Departementet legger til grunn at begrepet bør være fleksibelt og kunne utvikles i takt med endrede bransje- og konkurransemessige forhold.

Kredittilsynet har i sin høringsuttalelse anført at tilknyttet virksomhet som refererer seg til andre ledd i verdipapirkjeden, etter omstendighetene vil kunne svekke tilliten til børsens integritet og uavhengighet dersom den medfører økonomisk eller annen risiko av betydning. Av denne grunn mener Kredittilsynet at det bør slås fast i børsloven at tilknyttet virksomhet kun kan utøves dersom den ikke representerer en svekkelse av tilliten til børsens uavhengighet og integritet. Kredittilsynets forslag går lenger enn utvalgets forslag idet det også kan stenge for at børsen driver virksomheten gjennom et datterselskap eller i et søsterselskap.

Departementet legger til grunn at begrepet «tilknyttet virksomhet» skal forstås relativt vidt, slik at det blant annet vil kunne omfatte virksomhet knyttet til andre deler av verdipapirkjeden. Departementet antar på denne bakgrunn at det kan være behov for det tilleggsvilkår som er foreslått av Kredittilsynet, og foreslår at børs bare skal kunne drive annen virksomhet som ikke svekker tilliten til børsens integritet og uavhengighet, jf. lovforslaget § 5-2 første ledd.

Departementet slutter seg videre til utvalgets forslag om at myndighetene i tvilstilfelle avgjør om en virksomhet kan anses å henge naturlig sammen med børsvirksomhet, men foreslår at kompetansen legges til departementet. Departementets kompetanse vil også omfatte det å vurdere om driften kan svekke tilliten til børsens integritet og uavhengighet.

Utvalget har lagt til grunn at det i utgangspunktet bør være opp til børsen å vurdere om virksomhet som har naturlig sammenheng med børsvirksomhet skal drives integrert innen børsvirksomhetsforetaket eller i datterselskap. Departementet er enig i dette.

Utvalget har imidlertid foreslått at Kredittilsynet skal kunne pålegge børsen å drive den tilknyttede virksomheten i eget foretak. Oslo Børs har i sin høringsuttalelse argumentert mot dette forslaget. Oslo Børs har i denne forbindelse vist til at det for Oslo Børs er avgjørende at en fremtidig regulering gir børsen muligheter til å organisere sin virksomhet på en effektiv og funksjonell måte for å kunne tilby konkurransedyktige priser overfor brukerne. Videre er det vist til at reguleringen må ha en fleksibilitet hvor børsen kan tilpasse seg strukturendringer i det nasjonale og internasjonale finansmarkedet.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag. Det vises til utvalgets uttalelse om at virksomhet som naturlig henger sammen med børsvirksomhet kan komme i konflikt med de hensyn som ligger til grunn for virksomhetsbe-

grensningsreglene. Disse hensynene vil måtte stå sentralt ved Kredittilsynets vurdering av om et pålegg om organisering i eget foretak skal gis. Imidlertid må det i vurderingen også legges vekt på de hensyn som taler mot virksomhetsbegrensningsregler, herunder hensynet til at virksomheten skal være konkurransedyktig. Departementet har vurdert å foreslå et generelt krav om at drift av tilknyttet virksomhet i samme foretak som børsvirksomheten skal godkjennes av Kredittilsynet, men har ikke funnet tilstrekkelig grunn til dette. En legger til grunn at Kredittilsynet gjennom sitt tilsyn med børs (det vises til nærmere omtale under kapittel 11) vil ha tilstrekkelig innsyn i virksomheten til å vurdere om det skal kreves utskillelse av virksomhet som ikke er børsvirksomhet enten i datterselskap eller på annen måte, eller om virksomheten skal kunne drives i samme foretak som børsvirksomheten.

Utvalget har tatt for seg en del eksempler på virksomhet knyttet til andre ledd i verdipapirkjeden og drøftet hvorvidt disse kan anses å henge naturlig sammen med børsvirksomhet og i så fall om virksomheten etter utvalgets syn bør kunne drives i samme foretak som børsvirksomhet.

Et av eksemplene som er trukket frem av utvalget er oppgjørsvirksomhet slik dette er regulert i verdipapirhandeloven kapittel 6. Utvalget legger til grunn at slik virksomhet må regnes som virksomhet som naturlig henger sammen med børsvirksomhet i forhold til virksomhetsbegrensningsreglene. Departementet slutter seg til dette.

Departementet anser i likhet med utvalget at det ikke er gitt at oppgjørsvirksomhet bør kunne drives i samme foretak som børsvirksomhet. Utvalget mener at Kredittilsynet etter en konkret vurdering bør kunne kreve at slik virksomhet drives i et eget foretak. Oslo Børs mener på sin side at en børs som ønsker å tilby et integrert børs-oppgjør og clearing produkt ikke må pålegges å organisere dette under et felles holdingsselskap og har bedt om at spørsmålet avklares i forarbeidene til loven. Etter departementets oppfatning bør hovedregelen være at oppgjørsvirksomhet drives i et eget foretak. Ved å skille de to virksomhetene i separate selskap vil man kunne isolere ulike risiki knyttet til de ulike typer virksomhet. Det vises til at oppgjørssentraler påtar seg en ikke ubetydelig risiko ved å inngå som part i alle avtalene. Hensynet til klart avgrensede kjernevirksomheter for konsesjonspliktig virksomhet, blant annet av tilsynsmessige hensyn, tilsier også etter departementets oppfatning at de to virksomhetstypene pålegges å drives i separate selskap. Som utvalget kan ikke departementet se at en selskapsrettslig adskillelse av virksomhetene nødvendigvis reduserer effektiviteten i transaksjonskjeden. Departementet foreslår på denne bakgrunn at dersom børs driver oppgjørsvirksomhet etter verdipapirhandeloven kapittel 6, må virksomheten drives i eget foretak, jf, lovforslaget § 5-2 annet ledd. Det foreslås at departementet i forskrift eller enkeltvedtak skal kunne gjøre unntak fra kravet om at oppgjørsvirksomhet skal drives i eget foretak.

Etter departementets syn er det hensiktsmessig å ha en mulighet til å gjøre unntak dersom særlige hensyn som begrunner hovedregelen kan anses tilstrekkelig ivaretatt på andre måter. Dette kan f. eks. tenkes for oppgjørssentral som driver begrenset virksomhet.

Dersom oppgjørsvirksomhet skal drives i et datterselskap til børs forutsetter det dispensasjon fra bestemmelsen i verdipapirhandeloven § 6-1 som fast-

setter at ingen kan eie mer enn 20 prosent av aksjekapitalen i en oppgjørssentral uten dispensasjon fra Finansdepartementet.

Utvalget har lagt til grunn at virksomhet i form av opptak av unoterte finansielle instrumenter til handel på en autorisert markedsplass vil være virksomhet som har naturlig sammenheng med børsvirksomhet. Departementet slutter seg til utvalgets vurdering på dette punkt og viser til utvalgets begrunnelse som departementet i hovedsak finner å kunne slutte seg til.

Departementet finner imidlertid ikke uten videre å kunne slutte seg til utvalget i synet på at virksomhet som autorisert markedsplass bør skilles ut som eget foretak, dvs. ikke kunne drives i samme foretak som børsvirksomhet. Departementet kan som utvalget ikke se at drift av autorisert markedsplass innebærer noen særpreget risiko sammenlignet med den risiko som følger med børsvirksomheten, som børsvirksomheten bør skjermes mot. Departementet kan imidlertid heller ikke se at hensynet til børsens tillit og integritet i alle tilfeller bør stenge for at virksomhet som autorisert markedsplass skal kunne drives i samme foretak som børs. Oslo Børs har i sitt brev av 18. januar 2000 til departementet vist til behovet for at børsen har et tilstrekkelig utvalg av investeringsobjekter og at det er av stor konkurransemessig betydning for børsen å kunne tilby også unoterte instrumenter uten å gjøre dette i eget foretak. Det synes for departementet som om drift av autorisert markedsplass i samme foretak som børsvirksomhet kan gi muligheter for en rasjonell ressursanvendelse både hva gjelder tekniske systemer og kompetanse. Departementet antar at heller ikke hensynet til et mest mulig effektivt tilsyn med virksomhetene i alle tilfelle skulle tale avgjørende mot at virksomhet som autorisert markedsplass drives i samme foretak som børsvirksomhet. Det vises til at Kredittilsynet vil måtte forta en konkret vurdering i hvert enkelt tilfelle. Det presiseres at dersom børs skal drive virksomhet som autorisert markedsplass må det søkes særskilt om konsesjon som autorisert markedsplass uavhengig av om driften skjer i samme foretak eller skilt ut i eget foretak. Det må også fremgå tydelig for brukerne når de forholder seg til børsnoterte instrumenter og når de forholder seg til instrumenter som er opptatt på den autoriserte markedsplassen.

Utvalget har lagt til grunn at virksomhet i form av å drive markedsplass for andre produkter enn finansielle instrumenter, herunder valuta, råvarer og råvarederivater, må anses å ha naturlig sammenheng med børsvirksomhet. Utvalget har videre lagt til grunn at drift av en markedsplass for varederivater med kontantoppgjør ligger så nær opp til virksomheten som børs for finansielle instrumenter, at den bør kunne drives av børs. Departementet oppfatter utvalget slik at det mener at slik virksomhet bør kunne drives i samme foretak som børsvirksomheten. For så vidt gjelder varer med oppgjør i fysisk vare og ikke i kontanter, vil vurderingen etter utvalgets oppfatning i utgangspunktet være den samme dersom det foreligger betryggende systemer for oppgjør m v som børsen kan knytte seg til. Om slik virksomhet skal kreves organisert i eget foretak, bør etter utvalgets oppfatning vurderes konkret. Departementet er ikke uenig i de utgangspunkter utvalget gir uttrykk for, men viser til at Kredittilsynet etter en konkret vurdering av det enkelte tilfelle vil kunne pålegge at slik virksomhet drives i eget foretak. Departementet finner i denne forbindelse grunn til å peke på at Varederivatutvalget i NOU 1999:29 har foreslått en

endring i verdipapirhandelloven § 1-2 som innebærer at varederivater skal anses som finansielle instrumenter etter verdipapirhandelloven. Som nevnt under punkt 5.1 vil begrepet finansielle instrumenter i børsloven ha det samme innhold som tilsvarende begrep i verdipapirhandelloven. Dersom Varederivatutvalgets forslag gjennomføres, innebærer det at organisering eller drift av markedsplass for varederivater, der det legges til rette for handel ved regelmessig og offentlig kursnotering og eventuelt også opptak av instrumentene til børsnotering, vil bli å anse som virksomhet som henholdsvis autorisert markedsplass eller børsvirksomhet etter børsloven. Departementet viser også til at det i lovforslaget § 1-4 foreslås at departementet i forskrift kan fastsette at børsloven med forskrifter helt eller delvis skal få anvendelse for markedsplasser for varederivater. Forslaget er nærmere omtalt under kapittel 13.

Med hensyn til drift av markedsplass for valuta og varer mv. må det etter departementets oppfatning vurderes konkret hvorvidt dette er virksomhet som henger naturlig sammen med børsvirksomhet og eventuelt om virksomheten bør kunne drives i samme foretak som børsvirksomhet.

Når det gjelder Nord Pools høringsuttalelse om at drift av markedsplass for kraft etter energiloven § 4-1 ikke må være til hinder for at et foretak kan få konsesjon til å drive børsvirksomhet, viser departementet til omtalen i kapittel 13.

Med hensyn til virksomhet i form av rettighetsregistrering, oppstår det spørsmål om det skal åpnes for at børs skal kunne drive slik virksomhet og i så fall på hvilken måte. Verdipapirsentralen er i dag i henhold til Verdipapirsentralloven organisert som en selveiende institusjon og har særskilte virksomhetsbegrensninger. Verdipapirsentralloven er for tiden under vurdering. Ved kgl. res. 11. desember 1998 ble det nedsatt et utvalg for å vurdere endringer i verdipapirsentralloven ut fra hensynet til et sikkert, effektivt og velfungerende verdipapirmarked, herunder oppgjør av handel i finansielle instrumenter. Utvalget avga sin innstilling til departementet 28. april 2000. Departementet anser det derfor ikke for naturlig på dette tidspunkt å gå nærmere inn på spørsmål som involverer virksomhetsbegrensninger for foretak som driver rettighetsregistrering.

Utvalget har i drøftelsen av virksomhetsbegrensninger for autoriserte markedsplasser gitt uttrykk for at en autorisert markedsplass som utgangspunkt ikke bør kunne drive tradisjonell meglervirksomhet, herunder virksomhet der foretaket selv driver egenhandel i de instrumenter som er notert på markedsplassen. I denne forbindelse uttaler utvalget (NOU 1999:3 side 232):

«Slik virksomhet vil kunne undergrave den forutsetning om integritet og tillit som må ligge til grunn for virksomheten på markedsplassen og omfanget av dette må eventuelt vurderes konkret.»

Departementet slutter seg til utvalgets vurdering av at drift av meglervirksomhet kan tenkes å undergrave den forutsetning om integritet og tillit som må ligge til grunn for virksomheten på en autorisert markedsplass. Tilsvarende vil gjelde for en børs. Forslaget om at virksomhet som henger naturlig sammen med børsvirksomhet bare skal kunne drives av en børs eller autorisert markedsplass dersom virksomheten ikke svekker tilliten til integritet og uavhengighet for børsen eller den autoriserte markedsplassen, vil etter en konkret

vurdering kunne være til hinder for at børs eller autorisert markedsplass driver slik virksomhet. Følgen kan bli at et verdipapirforetak som utvikler en markedsplass som overskrider grensen for konsesjonsplikt etter børsloven må legge ned eller selge seg ut av en av virksomhetene.

8.2.2 Generelle krav av skjønnsmessig karakter til virksomheten

8.2.2.1 Gjeldende rett

Gjeldende børslov inneholder ingen særskilt bestemmelse hvor det fastsettes generelle krav av skjønnsmessig karakter til utøvelsen av virksomheten.

8.2.2.2 Utvalgets forslag

Utvalget har i utkastets § 5-3 til § 5-13 foreslått nærmere regler for virksomheten, blant annet om kursnoteringene, deltagelse i disse gjennom medlemskap, opptak til offisiell notering av finansielle instrumenter og utsteders opplysningsforpliktelser. I tillegg foreslår utvalget at det tas inn i børsloven mer skjønnsmessige retningslinjer for børsvirksomhet. Det foreslås en bestemmelse om at virksomheten skal drives i samsvar med lovens formål og med tilbørlig hensyn til prinsipper om effektivitet, nøytralitet, likebehandling av aktører og god gjennomsiktighet i markedet og for å sikre at kursnoteringene gjenspeiler de noterte instrumentenes markedsverdi. Det er vist til at slike skjønnsmessige krav til virksomheten er inntatt i de svenske og danske lover om børsvirksomhet. Utvalget antar at det kan styrke etterlevelsen av slike prinsipper dersom de er lovfestet og ikke bare angitt i forarbeidene som hensyn og målsetninger bak de mer konkrete og detaljerte regler om børsers organisering, myndighet og oppgaver. I tilknytning til kravet om at virksomheten skal sikre at kursnoteringene gjenspeiler de noterte instrumentenes markedsverdi, viser utvalget til gjeldende børslov § 4-5 som fastsetter at kursen på et finansielt instrument skal gi uttrykk for den aktuelle markedsverdi.

8.2.2.3 Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet slutter seg til utvalgets forslag. Kredittilsynet legger til grunn at de skjønnsmessige krav som er foreslått av utvalget vil få betydning ved tolkning av de øvrige bestemmelsene om børsvirksomhet, samt regler som gis i medhold av disse. Videre antar Kredittilsynet at bestemmelsen også vil legge en ramme for innholdet i børsenes interne regler og forretningsvilkår, som må oppfylle de krav som oppstilles av lov og forskrift. Særlig i forhold til børsenes fastsettelse av interne regler og forretningsvilkår, samt Kredittilsynets gjennomgang og eventuelle krav om endring av disse, er det etter Kredittilsynets oppfatning viktig at de overordnede hensyn som må ivaretas ved børsvirksomhet fremgår direkte av børsloven.

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til utvalgets forslag på dette punkt.

8.2.2.4 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om å lovfeste generelle skjønnsmessige krav til virksomheten i tillegg til konkrete krav til hvordan børsvirksomheten skal utøves. Departementet foreslår således at det fastsettes at virk-

somheten skal drives med tilbørlig hensyn til prinsipper om effektivitet, nøytralitet og likebehandling av aktører samt for å sikre at markedet har god gjennomsiktighet og at kursnoteringen gjenspeiler de noterte instrumentenes markedsverdi, jf. lovforslaget § 5-1 første ledd. Bestemmelsen er med visse tekniske endringer i tråd med utvalgets forslag. Departementet legger som Kredittilsynet til grunn at bestemmelsen vil legge en ramme for innholdet i børsens regler og forretningsvilkår og få betydning ved tolkningen av de øvrige bestemmelsene om børsvirksomhet. Det vises til omtalen av Kredittilsynets behandling av børsens regler og forretningsvilkår foran under punkt 8.1.1. Departementet foreslår å ta ut formuleringen i utvalgets forslag om at børsvirksomheten skal drives i samsvar med lovens formål. Departementet anser en slik formulering som overflødig.

8.2.3 Krav til nødvendige systemer til bruk i virksomheten

8.2.3.1 Gjeldende rett

Gjeldende børslov inneholder ikke særskilte krav til systemer til bruk i virksomheten.

8.2.3.2 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår at det fastsettes i børsloven at børs skal ha nødvendige systemer for gjennomføring av handel, kursnoteringer, gjennomsiktighet og informasjonsgivning, i forhold til den måten virksomheten er organisert på.

I begrunnelsen for forslaget viser utvalget til at opptak av verdipapirer og organisering og gjennomføring av kursnotering fortsatt vil være kjernen i børsens virksomhet. Utvalget uttaler i denne forbindelse (NOU 1999:3 side 211):

«Dette innebærer blant annet at børsen må sørge for å ha tilstrekkelig infrastruktur, herunder ressurser og tekniske systemer for å organisere og drive handelen på en hensiktsmessig måte i forhold til den handelsløsning som velges. Dette innebærer ikke at børsen nødvendigvis må drive eller eie alle deler av virksomheten selv, se nærmere omtale i kapittel 16.2.

(...)

I kapittel 14 er det redegjort for de muligheter og utfordringer den teknologiske utvikling innebærer for verdipapirmarkedet. Ny teknologi medfører muligheter for flere til å delta i verdipapirmarkedet, med realtidsinformasjon. Dette medfører i praksis krav til at børsens kursnotering finner sted i handelssystemer med kapasitet til å håndtere store mengder data på en hurtig og effektiv måte.»

Utvalget peker på at teknologibasert handel medfører en fare for systemrisiko. Videre pekes det på børsens samfunnsmessige rolle som nødvendig infrastruktur i kapitalmarkedet. Utvalget uttaler etter dette (NOU 1999:3 side 211):

«Det sier seg selv at et teknologisk sammenbrudd i handelssystem, med fare for smitte til oppgjørssystemer og verdipapirregistreringsordninger, må søkes avverget. Det må derfor stilles strenge krav til igangsetting, drift og kontroll av den teknologi som benyttes i kursnoteringen på en børs.

Utvalget erkjenner at det er vanskelig å regulere seg bort fra systemrisiko forårsaket av teknologiske sammenbrudd. Utvalget vil imid-

lertid likevel foreslå en generell bestemmelse om at børs skal ha nødvendige tekniske systemer for en effektiv og rettferdig gjennomføring av kursnoteringene. Det vises som eksempel til den danske verdipapirhandelloven § 18 annet ledd der det heter at «Det påhviler den enkelte fondsbørs at sørge for, at de nødvendige værdipapirhandels-systemer og informasjonssystemer er til rådighet». Hensikten er særlig å sikre tilstrekkelig fokus på den systemtekniske siden hos børsens organer, inkludert kontrollkomitéen, samt hos tilsynsmyndigheten.»

Utvalget legger til grunn at slike systemer kan bestå i elektroniske systemer for handel eller formidling av informasjon, men kan i prinsippet også tenkes organisert som et telefonmarked, gjennom tradisjonelle auksjoner eller børs-gulv med fysisk tilstedeværelse. Behovet for systemer vil i følge utvalget særlig avhenge av børsvirksomhetens omfang. Loven bør etter utvalgets syn ikke inneholde begrensninger for dette, så lenge systemene er hensiktsmessige for den virksomhet som gjennomføres eller planlegges gjennomført.

Utvalget foreslår ikke noen plikt for børsen til å knytte seg til systemer for pengeoppgjør eller verdipapirregistrering o.l. I denne forbindelse uttaler utvalget følgende (NOU 1999:3 side 211):

«Om børsen selv finner dette formålstjenlig, vil den kunne gjøre dette. For øvrig vil det i forskrift eller børsens forretningsvilkår måtte stilles krav om at børsmedlemmer har betryggende systemer for oppgjør m v. Dersom loven stilte særskilte krav til tilknytning kunne det være en etableringshindring for den børs som ikke får/ønsker direkte tilknytning til den angitte form for oppgjør eller registrering, samt et hinder for utvikling av nye og sikrere løsninger.»

8.2.3.3 Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet er enig i at børsloven bør stille krav til den tekniske infrastruktur for børser og uttaler i denne forbindelse:

«Ved siden av å gi en generell økt fokus på denne siden av børsvirksomheten, vil bestemmelsen få betydning ved behandling av konsekusjonssøknader. Under denne prosessen må søkeren bl.a. gi opplysninger som viser at de lovbestemte krav til børser er oppfylt, jf. utkastets § 2-3 første ledd. Det er i denne sammenheng en klar fordel at kravene til teknisk infrastruktur er lovfestet.»

Kredittilsynet foreslår imidlertid at det også stilles krav til at børser har de nødvendige systemer for gjennomføring av markedsovervåking. I denne forbindelse uttaler *Kredittilsynet* følgende:

«Ved bruk av elektroniske handelssystemer har antallet og hastigheten på transaksjonene som gjennomføres daglig økt betraktelig. Det er umulig å føre effektiv overvåking og kontroll av handelen i slike handelssystemer uten å ha egnede elektroniske overvåkingssystemer. *Kredittilsynet* mener det er av avgjørende betydning for tilliten til markedet at børsene pålegges å anskaffe slike systemer for å ivareta sine plikter iht. utkastets § 5-11 første ledd.

Kredittilsynet er kjent med at anskaffelses- eller utviklingskostnadene for slike overvåkingssystemer er høye. Disse kostnadene vil bl.a. kunne medføre at børsens tjenester over en viss tid blir dyrere. *Kredittilsynet* mener likevel at behovet for elektroniske overvåkingssystemer er en direkte og nødvendig konsekvens av børsenes valg om å

benytte elektroniske handelssystemer. Innføring av slike systemer antas etter hvert å medføre reduserte kostnader knyttet til hver enkelt transaksjon. At denne kostnadsreduksjonen dempes ved at børsene pålegges innkjøp av elektroniske overvåkingssystemer, er etter Kredittilsynets oppfatning ikke urimelig. Kredittilsynet mener videre at slike overvåkingssystemer på sikt vil tjene så vel myndighetenes som børsmarkedenes interesser. Økt tillit til markedene medfører bl.a. en styrking av børsenes inntektsgrunnlag.»

8.2.3.4 Departementets vurdering

Departementets slutter seg med visse tekniske endringer til utvalgets forslag om at det fastsettes i børsloven at børs skal ha nødvendige systemer for gjennomføring av handel, kursnoteringer, gjennomsiktighet og informasjonsgivning, jf. lovforslaget § 5-1 annet ledd. Hva som skal anses som nødvendig må vurderes konkret, i forhold til hvordan virksomheten er organisert og virksomhetens omfang. Vurderingen vil måtte foretas i forbindelse med konsekjonsbehandling og senere under tilsynet med børsen.

Kredittilsynet har foreslått at det i tillegg til krav om systemer for gjennomføring av handel, kursnoteringer, gjennomsiktighet og informasjonsgivning, stilles krav til at børser har de nødvendige systemer for gjennomføring av markedsovervåking. Departementet slutter seg til Kredittilsynets forslag. Departementet antar som Kredittilsynet at effektiv overvåking og kontroll av handelen i slike handelssystemer vanskelig kan gjennomføres uten å ha egnede overvåkingssystemer. Departementet viser videre til at markedsovervåking, på samme måte som organisering av kursnoteringene, er en sentral oppgave for børsen.

8.2.4 Taushetsplikt

8.2.4.1 Gjeldende rett

Børsloven § 2-11 første ledd fastsetter at tillits- og tjenestemenn og revisor ved børsen plikter å hindre at noen får adgang eller kjennskap til det som de i stillingsmedfør får vite om børsens eller andres forretningsmessige eller noens personlige forhold hvis ikke annet følger av børsloven eller annen lov. Vedkommende må heller ikke gjøre bruk av slike opplysninger ved ervervsvirksomhet eller ved kjøp og salg av finansielle instrumenter. Av bestemmelsens første ledd siste punktum følger det at bestemmelsene i forvaltningsloven §§ 13a til 13e får tilsvarende anvendelse. I annet ledd er det fastsatt at taushetsplikten gjelder også etter at vedkommende har sluttet tjenesten eller arbeidet. Ifølge bestemmelsens tredje ledd er taushetsplikt etter første og annet ledd i bestemmelsen ikke til hinder for at opplysninger gis til tilsynsmyndighetene.

Utvalget uttaler om gjeldende rett:

«Bestemmelsen er tolket slik at børsen kan offentliggjøre vedtak som anses som forvaltningsvedtak i henhold til forvaltningsloven § 1 jf § 2, og således er omfattet av offentlighetsloven.»

8.2.4.2 Utvalgets forslag

Utvalget viser til at opptaksdirektivets artikkel 19 stiller krav om at alle som er eller har vært beskjeftiget hos «vedkommende myndigheter», skal være bun-

det av taushetsplikt. Det fremgår av bestemmelsen at den «skal likevel ikke være til hinder for at vedkommende myndigheter i de forskjellige medlemsstater utveksler de opplysninger som er omhandlet i dette direktiv». I tilfelle omfattes også de utvekslede opplysninger av taushetsplikten. Av direktivets artikkel 19 fremgår at vedkommende myndigheter i tillegg til («med forbehold for») andre tiltak eller straffetiltak, kan offentliggjøre det forhold at en utsteder av børsnoterte verdipapirer ikke oppfyller pliktene etter direktivet.

Utvalget foreslår at taushetspliktbestemmelsen i børsloven § 2-11 i hovedtrekk videreføres, men at den gjøres gjeldende for tillitsvalgte, ansatte og revisor ved børsen.

I forbindelse med forslaget om unntak fra taushetsplikt overfor tilsynsmyndighetene uttaler utvalget at en primært sikter til Kredittilsynet, men også til Finansdepartementet som overordnet forvaltningsorgan for tilsyn med og regulering av børsvirksomhet og verdipapirhandel generelt.

Utvalget foreslår en endring i forhold til gjeldende rett ved at det foreslås at Kongen i forskrift eller ved enkeltvedtak skal kunne gjøre unntak fra taushetsplikten overfor annen børs, verdipapirsentral, oppgjørssentral og autorisert markeds plass. I denne forbindelse uttaler utvalget (NOU 1999:3 side 219):

«Utvalget viser til at børsen for å effektivisere tilsynet med børsandel over landegrensene og bekjempelse av internasjonal kriminalitet som rammer flere børser, har inngått samarbeidsavtaler med andre børser som forutsetter utveksling av informasjon, i den grad dette ikke strider mot lov. For at norsk børs skal kunne motta opplysninger av betydning for tilsyn med overtredelser på norsk børs som er begått på flere børser eller av aktører i utlandet, må norsk børs også kunne avgi opplysninger på forespørsel fra andre børser, hvor de ansatte er underlagt taushetsplikt, uten å komme i strid med taushetspliktbestemmelsen. Utvalget foreslår på denne bakgrunn en hjemmel for Kongen til å fastsette regler, eller dispensere fra taushetsplikten i enkelttilfeller for såvidt gjelder slik utveksling. Se lovutkastet § 3-9 siste ledd. Det vises i den forbindelse til taushetspliktbestemmelsen i Kredittilsynsloven § 7 med tilhørende forskrift.

Børsen vil også ha behov for å gi informasjon til andre institusjoner i verdipapirkjeden, slik at disse kan bidra i undersøkelser, og derigjennom sette børsen i stand til å se helheten. Forvaltningsloven § 13 b nr 5 omhandler slike forhold innen forvaltningen, d v s utveksling av informasjon mellom forvaltningsorganer for å fremme avgiverorganets oppgaver etter lov forskrift o s v. Hverken Verdipapirsentralen eller oppgjørssentraler er forvaltningsorganer. Selv om børslovens § 2-11 blant annet henviser til forvaltningsloven § 13 b nr 5, er det således ikke klart at børsen kan gi opplysninger til andre i verdipapirkjeden, for å fremme børsens oppgaver etter lov m v. Denne problemstillingen vil også kunne bli aktuell dersom børs integreres med andre institusjoner i verdipapirkjeden, jf kapittel 20.2 ovenfor. På denne bakgrunn foreslås at ovennevnte unntakshjemmel også skal omfatte unntak for slike tilfeller.»

8.2.4.3 Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet uttaler at det anser det som en selvfølge at tillitsvalgte, ansatte og revisor er underlagt lovbestemt taushetsplikt vedrørende andres forret-

ningsmessige eller personlige forhold, samt markedsopplysninger som eksempelvis dybden i markedet.

Med hensyn til utvalgets forslag om at taushetsplikten også skal omfatte interne, selskapsrettslige forhold ved børsen, som ikke kan henføres direkte til den virksomhet som utføres, uttaler Kredittilsynet:

«Kredittilsynet vil vise til at det på andre områder, eksempelvis innen lovgivningen for verdipapirfond, verdipapirforetak, oppgjørssentraler, og forsikringsselskap ikke foreligger noen lovbestemt plikt for de ansatte til å bevare taushet om selskapenes indre forhold. For Verdipapirsentralen, sparebanker og forretningsbanker gjelder det imidlertid taushetsbestemmelser tilsvarende den som er foreslått for børs og autorisert markeds plass. Overtredelse av bestemmelsen er straffesanksjonert, jfr. forslaget § 9-1 tredje ledd.

En slik lovbestemmelse innebærer at det er loven, og ikke selskaps ledelse, som fastsetter rammene for utlevering av informasjon, også om forhold som ikke har tilknytning til virksomheten som sådan. Kredittilsynet er av den oppfatning at børsen/markeds plassen selv bør kunne avgjøre i hvilken utstrekning tillitsmenn, ansatte og revisor skal være underlagt taushetsplikt om forhold som ikke vedrører børsens virksomhet, men som må anses som børsens/markeds plassen s interne, selskapsrettslige forhold.»

Ingen av de øvrige høringsinstansene har hatt merknader til forslaget.

8.2.4.4 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om i hovedsak å videreføre taushetspliktbestemmelsen i gjeldende børslov. Bestemmelsen foreslås å gjelde for tillitsvalgte, ansatte og revisor ved børsen. Det vises til lovforslaget § 3-6.

Som Kredittilsynet anser departementet at det ikke er grunn til å fastsette i loven at tillitsvalgte, ansatte og revisor ved børsen har taushetsplikt om børsens eget forhold. Det vises til Kredittilsynets uttalelse på dette punkt som departementet i hovedsak finner å kunne slutte seg til.

Når det gjelder unntaket fra taushetsplikt overfor «tilsynsmyndighetene», slutter departementet seg til at tilsynsmyndighetene i denne sammenheng må forstås som Kredittilsynet og Finansdepartementet.

Utvalget har foreslått at Kongen i forskrift eller ved enkeltvedtak skal kunne gjøre unntak fra taushetsplikten overfor annen børs, verdipapirsentral, oppgjørssentral og autorisert markeds plass. Ingen av høringsinstansene har hatt merknader til dette forslaget. Departementet slutter seg til utvalgets forslag. Det vises til utvalgets begrunnelse for forslaget som departementet i hovedsak finner å kunne slutte seg til. Departementets foreslår imidlertid at kompetansen etter bestemmelsen legges til departementet i stedet for til Kongen. Videre foreslår departementet at hjemmelen utvides til også å omfatte utenlandske tilsynsmyndigheter.

Etter gjeldende rett er unntakene fra taushetsplikt i forvaltningsloven § 13a - 13e gitt tilsvarende anvendelse. Utvalget har foreslått å videreføre unntakene men slik at det bare får anvendelse for opplysninger som gjelder forvaltningssaker etter forvaltningsloven. Departementet slutter seg til utvalgets forslag, med den endring at uttrykket «forvaltningssaker etter forvaltningsloven»

går ut. Departementet mener at de nevnte unntakene bør gis anvendelse for hele børsens virksomhet, som etter gjeldende rett.

8.2.5 Habilitetsregler

8.2.5.1 Gjeldende rett

Det følger av børsloven § 2-9 at medlem av børsrådet eller børsstyret og børsdirektøren ikke må delta i behandlingen eller avgjørelsen av noe spørsmål som har slik særlig betydning for ham selv eller nærstående at han må anses for å ha en fremtredende personlig eller økonomisk særinteresse i saken. Han må heller ikke ta del i behandlingen eller avgjørelsen av noe spørsmål som har fremtredende økonomisk særinteresse for selskap, forening eller annen offentlig eller privat institusjon som han er knyttet til. I lovens § 5-5 tredje og fjerde ledd er det fastsatt at medlemmer av børsråd og børsstyre skal opplyse om sine tillitsverv i børsnoterte allmennaksjeselskaper, samt at slik melding skal føres inn i en protokoll som regelmessig forelegges børsrådets leder og departementet. Protokollen skal legges frem i styremøtene og i børsrådets møter.

For øvrig er en rekke av de vedtak som treffes av børsen ansett som forvaltningsvedtak i henhold til forvaltningsloven § 2. Forvaltningslovens habilitetsregler får således anvendelse.

8.2.5.2 Utvalgets forslag

Utvalget viser til at allmennaksjeselskapsloven, som vil komme til anvendelse på børsen etter utkastet til ny børslov inneholder bestemmelser om habilitet. Videre viser utvalget til at forvaltningslovens habilitetsregler vil komme til anvendelse hvor børsen treffer forvaltningsvedtak i forvaltningslovens forstand. Utvalget antar likevel at det vil være hensiktsmessig med en egen habilitetsbestemmelse etter børsloven for å slippe å vurdere hvilke habilitetsregler som i det konkrete tilfelle kommer til anvendelse. I følge utvalget vil de nevnte habilitetsbestemmelser likevel kunne bidra til fortolkning av børslovens bestemmelse.

Utvalget foreslår på denne bakgrunn at det fastsettes at tillitsvalgte og ansatte ved børsen ikke må delta i behandlingen eller avgjørelsen av noe spørsmål som har slik særlig betydning for vedkommende selv eller nærstående at vedkommende må ansees for å ha en fremtredende personlig eller økonomisk særinteresse i saken.

Vedkommende må heller ikke ta del i behandlingen eller avgjørelsen av noe spørsmål som har fremtredende økonomisk særinteresse for selskap, forening eller annen offentlig eller privat institusjon som vedkommende er knyttet til.

Utvalget uttaler følgende om forslaget (NOU 1999:3 side 261):

«Bestemmelsen er omtalt i kapittel 20.4.9 og er i hovedsak en videreføring av gjeldende børslovs § 2-9, dog slik at personkretsen er noe endret. Etter lovutkastet omfattes også børsens ansatte, mens generalforsamlingen ikke omfattes. For generalforsamlingen gjelder allmennaksjeloven § 5-4 fjerde ledd om aksjonærers inhabilitet.»

8.2.5.3 Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet reiser spørsmålet om de foreslåtte bestemmelser i tilstrekkelig grad ivaretar hensynet til at børsen, og dens ansatte må nyte den nødvendige tillit med hensyn til nøytralitet i forhold til markedsaktørene. Det vises til at lov om verdipapirhandel i § 8-4 til sammenlikning inneholder en bestemmelse som begrenser den ansattes adgang til å drive annen næringsvirksomhet m.m. Kredittilsynet uttaler videre:

«Slik Kredittilsynet ser det, slår ikke hensynet bak bestemmelsene i verdipapirhandelloven til fullt ut for så vidt gjelder virksomhet som markeds plass, idet forbudet mot styreverv etc. i børsnotert selskap i hovedsak må anses motivert ut fra tillit til at de ansatte ikke nyttiggjør seg av kurssensitiv informasjon på egne eller kunders vegne. Ansatte ved markeds plassen vil, som ledd i kjernevirksomheten ikke handle for kunder. Imidlertid kan slik virksomhet etter omstendighetene kunne drives som tilknyttet virksomhet, jfr. kommentarene til §§ 5-2 og 6-2. Restriksjoner vedrørende erverv av børsnoterte finansielle instrumenter er foreslått i § 3-11.

Kredittilsynet ser det slik at det, ut fra hensyn til integritet og tillit, vil være uheldig om ansatte ved markeds plassen har særlig tilknytning i form av styreverv, bierverv eller vesentlige eierandeler (jfr konserndefinisjonen i allmennaksjeloven § 1-3) i selskaper som utsteder instrumenter som omsettes på den aktuelle markeds plassen. Kredittilsynet er tvilende til om den foreslåtte habilitetsbestemmelse i tilstrekkelig grad vil ivareta hensynet til den tillit som er nødvendig for denne type virksomhet, jfr. også det forhold at det vil være valgfritt for foretaket å organisere seg som autorisert markeds plass eller verdipapirforetak, samt at børsvirksomhet vanskelig lar seg effektivt skille fra virksomheten til en autorisert markeds plass. Rammevilkårene på dette punktet bør derfor, slik Kredittilsynet ser det, være felles for autoriserte markeds plasser, børser og verdipapirforetak.»

Ingen av de øvrige høringsinstansene har hatt merknader til forslaget.

8.2.5.4 Departementets vurdering

Departementet er enig med utvalget i at det er hensiktsmessig å fortsatt ha en egen habilitetsbestemmelse i børsloven. Som utvalget anser departementet at habilitetsbestemmelsene i allmennaksjeloven og forvaltningsloven vil kunne bidra til fortolkning av børslovens bestemmelse.

Departementet slutter seg på denne bakgrunn til utvalgets forslag om at tillitsvalgte og ansatte ved børs ikke må delta i behandlingen eller avgjørelsen av spørsmål som har slik særlig betydning for vedkommende selv eller noen nærstående at vedkommende må anses å ha en fremtredende personlig eller økonomisk særinteresse i saken. Videre slutter departementet seg til forslaget om at vedkommende heller ikke må ta del i behandlingen av noe spørsmål som har fremtredende økonomisk særinteresse for selskap, forening eller annen offentlig eller privat institusjon som vedkommende er knyttet til. Forslaget innebærer i hovedsak en videreføring av gjeldende rett. Det vises til lovforslaget § 3-7. Bestemmelsen foreslås å gjelde for tillitsvalgte og ansatte ved børs. Som utvalget legger departementet til grunn at habilitet for medlemmer i generalforsamlingen vil reguleres av allmennaksjeloven § 5-4 fjerde ledd om aksjonærers inhabilitet.

Kredittilsynet har gitt uttrykk for at det, ut fra hensyn til integritet og tillit, vil være uheldig om ansatte ved markedsplassen har særlig tilknytning i form av styreverv, bierverv eller vesentlige eierandeler (jf. konserndefinisjonen i allmennaksjeloven § 1-3) i selskaper som utsteder instrumenter som omsettes på den aktuelle markedsplassen. Etter Kredittilsynets oppfatning bør rammevilkårene være felles for autoriserte markedsplasser, børser og verdipapirforetak.

Departementet er enig med Kredittilsynet i at det kan være uheldig om ansatte ved børs har særlig tilknytning i form av styreverv eller bierverv i selskaper som utsteder instrumenter som omsettes på den aktuelle børsen. Tilsvarende gjelder etter departementets oppfatning for tillitsvalgte ved børs. Det foreslås på denne bakgrunn at departementet gis adgang til i forskrift å begrense ansatte og tillitsvalgtes adgang til å ha styreverv eller bierverv i selskap hvis finansielle instrumenter er opptatt til handel og notering på vedkommende børs. Etter departementets oppfatning bør departementet kunne fastsette tilsvarende begrensninger for ansatte og tillitsvalgte i foretak i samme konsern som børs. Det vises til lovforslaget § 3-7 annet ledd.

Når det gjelder ansatte og tillitsvalgtes adgang til å ha vesentlige eierandeler i selskap som omsettes på den aktuelle børsen, viser departementet til lovforslaget § 3-8 om eie av finansielle instrumenter.

8.2.6 Eie av finansielle instrumenter mm.

8.2.6.1 Gjeldende rett

Børsloven § 5-5 fastsetter at børsen ikke kan eie aksjer, konvertible obligasjoner eller frittstående tegningsretter. Tilsvarende gjelder for børsdirektøren, børsdirektørens stedfortreder og andre ansatte ved børsen etter børsrådets bestemmelser.

Departementet kan ved forskrift eller i det enkelte tilfelle gjøre unntak fra de nevnte forbud når dette anses ubetenkelig. Bestemmelsen inneholder videre regler om at børsrådet i tvilstilfelle avgjør om et aksjeeie er tillatt, samt om at personer som ikke kan eie aksjer, konvertible obligasjoner eller frittstående tegningsretter på grunn av sin tilknytning til børsen har meldeplikt overfor børsen om salg og erverv av slike finansielle instrumenter som gjelder deres ektefelle eller mindreårige barn eller et selskap hvor de har slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-2.

Børsrådet ved Oslo Børs har fastsatt regler som regulerer adgangen for ansatte på Oslo Børs og ansatte i selskaper som Oslo Børs eier 50 prosent eller mer av, til å investere i finansielle instrumenter. For børsdirektøren og børsdirektørens stedfortreder er det ikke fastsatt nærmere regler av børsrådet og det er derfor lagt til grunn at disse personene ikke kan eie aksjer, konvertible obligasjoner eller frittstående tegningsretter uten etter dispensasjon fra Finansdepartementet.

Børsloven § 5-5 annet ledd fastsetter at medlemmer av børsstyret og leder og nestleder i børsrådet skal opplyse i hvilken grad de eier børsnoterte aksjer. De skal omgående gi melding til børsen og Kredittilsynet om salg og erverv av aksjer, også i ikke - børsnoterte selskaper. De skal dessuten omgående gi melding om salg og erverv av aksjer, som gjelder deres ektefelle eller mindre-

årige barn eller et selskap hvor de har slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-2.

Melding gitt etter de nevnte bestemmelsene skal i henhold til § 5-5 fjerde ledd føres inn i en protokoll som regelmessig forelegges børsrådets leder og departementet. Protokollen skal legges frem i styremøtene og i børsrådets møter.

8.2.6.2 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår at det fastsettes at en børs ikke kan eie finansielle instrumenter som er notert på vedkommende børs, eller rettigheter til slike, med unntak av obligasjoner og sertifikater utstedt av EØS-stat. Utvalget uttaler i denne sammenheng (NOU 1999:3 side 219):

«Utvalget foreslår en videreføring av børsloven § 5-5 om at børsen ikke kan eie aksjer m v, men med visse endringer. Det foreslås således at børsen ikke skal kunne eie finansielle instrumenter som er børsnotert på egen børs eller rettigheter til slike finansielle instrumenter. Utvalget antar at tilliten til børsens uavhengighet eller nøytralitet ikke vil lide om børsen kan investere i statsobligasjoner eller -sertifikater. Disse foreslås derfor unntatt fra forbudet. Det vises til lovutkastet § 3-11. For øvrig bør børsen ha anledning til å plassere eventuell kapital på den måte børsen anser som hensiktsmessig.»

Når det gjelder børsens ansatte, foreslår utvalget at disse bare skal kunne erverve eller avhende finansielle instrumenter, eller rettigheter til slike, i den utstrekning det følger av forskrift fastsatt av Kongen.

Det foreslås videre at Kongen i forskrift skal kunne fastsette begrensninger i tillitsvalgtes adgang til å foreta slike transaksjoner.

Kongen skal etter utvalgets forslag også kunne fastsette forskrift om at ansatte og tillitsvalgte skal melde til børsen eller Kredittilsynet egne handler og handler foretatt av nærstående. Utvalget uttaler i denne forbindelse (NOU 1999:3 på side 219-220):

«Restriksjoner på ansattes og tillitsvalgtes handel vil kunne omfatte handel på egne eller andres vegne. Generelt er det imidlertid utvalgets forutsetning at børs fortsatt skal kunne ha styremedlemmer som er ansatte eller tillitsvalgte i verdipapirforetak, forvaltningsselskaper e l. Utvalget vil for øvrig vise til lovforslaget i Ot prp nr 84 (1997-98) om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover om begrensninger i adgangen for ansatte i finansinstitusjoner m v til å foreta handel i finansielle instrumenter for egen regning. Utvalget antar at tilsvarende regler med visse tilpasninger, vil kunne gis anvendelse for børsens ansatte og tillitsmenn.»

8.2.6.3 Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet støtter utvalgets forslag om at en børs ikke skal kunne eie finansielle instrumenter som er notert på vedkommende børs, eller rettigheter til slike, med unntak av obligasjoner og sertifikater utstedt av EØS-stat.

Oslo Børs foreslår at ordet sertifikater i forslag strykes og uttaler i denne forbindelse:

«Det synes unødvendig å nevne sertifikater er særskilt nevnt i første ledd. Sertifikater er etter sin form ihendehaverobligasjoner med kortere løpetid enn 12 måneder og utover at det i forskrift om pliktig registrering av sertifikater i Verdipapirsentralen av 12.des. 1990 nr 977 er en slags legal definisjon, gir ikke angivelsen egen mening. Vphl § 1-2 benytter «obligasjoner og andre gjeldsinstrumenter». Heller ikke børsforskriften kjenner sertifikater.»

I forbindelse med utvalgets forslag til regler om børsens ansatte og tillitsvalgets adgang til å erverve eller avhende finansielle instrumenter, eller rettigheter til slike viser Kredittilsynet til forslaget til nye bestemmelser om ansattes egenhandel i lov om verdipapirhandel, nytt kapittel 2a, jf. Ot.prp. nr. 84 (1997-98) og Innst.O. nr. 57 (1998-99). Kredittilsynet uttaler om dette:

«De foreslåtte endringer er i det vesentlige begrunnet i hensynet til integritet og tillit, men også i hensynet til forsvarlig håndtering av mulige interessekonflikter mellom ansatte og foretaket, og mellom ansatte og foretakets kunder.

Det første hensynet vil gjelde uavkortet også overfor tillits- og tjenestemenn ved en børs/autorisert markedsplass. Når det gjelder håndtering av eventuelle interessekonflikter, er dette et mindre fremtredende hensyn for en ren markedsplass. Som beskrevet ovenfor under kommentarene til § 1-3, er det imidlertid ikke, ut fra det foreliggende forslag, mulig å etablere et rettslig klart skille mellom investeringstjenester og den virksomhet som drives ved børs/autorisert markedsplass. Videre vises det til kommentarene nedenfor i tilknytning til forslaget § 5-2, hvorved det neppe kan utelukkes at en børs/ markedsplass kan utføre funksjoner som medfører at hensynet til mulige interessekonflikter tilsier at det gis begrensninger for tillits- og tjenestemanns egenhandel.

Kredittilsynet støtter utvalgets forslag om at det innføres begrensninger for ansattes egenhandel. På bakgrunn av de momenter som nevnt ovenfor, foreslås det at bestemmelsene i forslaget til nytt kap 2a i verdipapirhandelloven i hovedsak bør gjøres anvendelige for tillits- og tjenestemenn ved børs/autorisert markedsplass. Dette bør komme klart til uttrykk i lovteksten. Ettersom rene børser og markedsplasser vil ha en særegen rolle i verdipapirmarkedet, vil det imidlertid ikke være alle de foreslåtte bestemmelsene som er relevante for ansatte i slike foretak. Kredittilsynet mener derfor det er hensiktsmessig at den nærmere tilpastning av regler om ansattes egenhandel fastsettes i forskrift i medhold av utkastets § 3-11 annet ledd, men forutsetter at forskriften vil bygge direkte på bestemmelsene i nytt kap. 2a i verdipapirhandelloven så langt de passer.»

Oslo Børs ser ikke grunn for at det innføres andre krav til ansattes aksjeeie enn hva som gjelder for ansatte i verdipapirforetak. Det bør være opp til den enkelte børs om man ønsker å ha strengere restriksjoner for sine ansatte.

8.2.6.4 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at en børs ikke skal kunne eie finansielle instrumenter som er tatt opp på vedkommende børs, eller rettigheter til slike, jf. lovforslaget § 3-8. Forbudet mot å eie finansielle instrumenter er altså ikke absolutt som etter gjeldende børslov § 5-5, men er knyttet til om det finansielle instrumentet er opptatt til handel og notering på vedkom-

mende børs. Forslaget har sin bakgrunn i hensynet til tilliten til børs. Som utvalget legger departementet til grunn at tilliten til børsens uavhengighet eller nøytralitet ikke vil svekkes om børsen kan investere i statsobligasjoner eller sertifikater utstedt av en EØS-stat. Disse foreslås derfor unntatt fra forbudet. Oslo Børs har påpekt at sertifikater etter sin form er ihendehaverobligasjoner med kortere løpetid enn 12 måneder og at ordet «sertifikater» derfor bør tas ut av bestemmelsen. Departementet er kjent med at den terminologi som Oslo Børs henviser til ikke nødvendigvis er ensartet i hele EØS-området. Departementet foreslår derfor ingen endring på dette punkt.

Utvalget har uttalt at børs for øvrig bør ha anledning til å plassere eventuell kapital på den måte børsen anser som hensiktsmessig. Departementet slutter seg til uttalelsen fra utvalget på dette punkt, men finner grunn til å peke på bestemmelsen i lovforslaget § 5-2 første ledd hvor det er foreslått at børs i tillegg til børsvirksomhet bare skal kunne drive annen virksomhet som har naturlig sammenheng med børsvirksomhet. Etter departementets syn begrenser denne bestemmelsen også børsens omfang av investeringsvirksomhet.

Departementet slutter seg også til utvalgets forslag om at børsens ansatte bare skal kunne erverve eller avhende finansielle instrumenter, eller rettigheter til slike, i den utstrekning det følger av forskrift. Forskriftskompetansen foreslås lagt til departementet og ikke til Kongen som foreslått av utvalget.

Etter departementets oppfatning tilsier hensynet til børsens tillit at det fortsatt skal gjelde begrensninger i adgangen for børsens ansatte til å erverve eller avhende finansielle instrumenter. Departementet antar at det også kan være en viss fare for interessekonflikter mellom børsens ansatte og børsen, utstedere, børsmedlemmer eller investorer. Det presiseres at børsens ansatte også er ment å omfatte daglig leder ved børsen og eventuell stedfortreder for denne selv om disse ikke lenger er eksplisitt nevnt. Begrensningen for de ansattes eie av finansielle instrumenter eller rettigheter til slike er ikke begrenset til børsnoterte instrumenter. Et skille mellom børsnoterte og ikke børsnoterte instrumenter vil eventuelt kunne følge av de forskrifter som fastsettes. Departementet foreslår for øvrig at formuleringen «eller rettigheter til slike» utgår da den må anses som overflødig.

Utvalget har foreslått at Kongen skal kunne fastsette begrensninger i tillitsvalgets adgang til å erverve eller avhende finansielle instrumenter. Det gjelder ikke slike regler i dag. Departementet anser, som utvalget, at kan det være grunn til å oppstille slike begrensninger. Det vises til begrunnelsen for å begrense ansattes handel i finansielle instrumenter som også har relevans i denne sammenheng. Departementet antar som utvalget at spørsmålet kan reguleres i forskrift. Departementet slutter seg også til utvalgets forslag om at det skal kunne fastsettes forskrift om at ansatte og tillitsvalgte skal melde til børsen eller Kredittilsynet egne handler og handler foretatt av nærstående. Forskriftskompetansen etter bestemmelsene foreslås lagt til departementet i stedet for til Kongen som foreslått av utvalget. Etter departementets oppfatning bør disse reglene gis tilsvarende anvendelse for både ansatte og tillitsvalgte i foretak i samme konsern som børs.

Kredittilsynet har, som utvalget, gått inn for at bestemmelsene i kapittel 2a i verdipapirhandelloven i hovedsak gjøres anvendelige for tillits- og tjenestemenn ved børs/autorisert markeds plass gjennom de foreslåtte forskriftshjem-

ler. Etter Kredittilsynets oppfatning bør dette komme klart til uttrykk i lovteksten. Departementet er enig i at det er naturlig å ta utgangspunkt i de regler som følger av verdipapirhandelloven kapittel 2a. Dette vil imidlertid kunne vurderes i forbindelse med fastsettelse av en eventuell forskrift.

8.2.7 Kursnotering

8.2.7.1 Gjeldende rett

Regler om kursnoteringene følger i dag dels av børsloven §§ 4-5 og 4-6, dels av børsforskriften kapittel 13, og dels av mer detaljerte handelsregler fastsatt av børsen selv med hjemmel i børsloven og børsforskriften.

Børslovens § 4-5 fastsetter at kursen på et finansielt instrument skal gi uttrykk for den aktuelle markedsverdi. Videre følger det av bestemmelsen at børsstyret skal sørge for at kursnoteringene skjer i overensstemmelse med lov og kravene til god forretningsskikk. I følge børsloven § 4-6 første ledd skal kursnoteringene skje etter utfyllende regler fastsatt av børsstyret. Bestemmelsen fastsetter videre at kursnoteringene ledes og kontrolleres av børsdirektøren eller den han bemyndiger og at børsdirektøren med bindende virkning avgjør alle tvister som oppstår under noteringen og kan beslutte at kursfastsettelsen som ikke fyller vilkårene etter § 4-5 første ledd ikke skal godtas. Børsdirektørens avgjørelser etter denne bestemmelsen kan ikke påklages. Endelig følger det av § 4-6 annet ledd at kurser og omsetningsvolum skal registreres og offentliggjøres, samt at registreringene skal oppbevares i minst 10 år og være offentlig tilgjengelige. De nærmere regler for gjennomføring og offentliggjøring av kursnoteringene og for oppbevaring av registreringene er fastsatt i børsforskriften, jf. børsloven § 4-6 annet ledd.

8.2.7.2 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår at det fastsettes i børsloven at kursnoteringen skal foregå gjennom de kjøpstilbud, salgstilbud og avsluttede handler som finner sted på eller rapporteres til børsen, etter nærmere regler fastsatt av børsen. Utvalget bemerker i denne forbindelse (NOU 1999:3 side 262) at :

«... det med bestemmelsen ikke er tilsiktet noen regulering av på hvilken måte børsen nærmere velger å organisere kursnoteringene med hensyn til om innlagte ordre skal være bindende eller indikative, om markedet skal være pris- eller ordredrevet og lignende.»

Videre foreslår utvalget at det fastsettes at børsen skal offentliggjøre kursnoteringene på en måte som sikrer god gjennomsiktighet og oppbevare registrerte og innrapporterte opplysninger i minst 10 år, og holde dem offentlig tilgjengelige. Det foreslås også at Kongen gis hjemmel til å fastsette nærmere regler om kursnoteringene, om børsmedlemmenes rapporteringsplikt og om børsens offentliggjøring av opplysninger registrert eller innrapportert etter denne paragraf. Utvalget viser i begrunnelsen for forslaget blant annet til ISD. I denne forbindelse uttaler utvalget (NOU 1999:3 side 212):

«Etter investeringstjenestedirektivets (ISD) (Rdir 93/22/EØF) definisjon av «regulert marked» skal markedet «karakteriseres ved at det finnes bestemmelser som vedkommende myndigheter har gitt eller godkjent», jf artikkel 1 nr 13, jf også nærmere beskrivelse ovenfor i ka-

pittel 12.2.2. Reglene skal blant annet fastlegge «vilkårene for hvordan markedet skal virke». Markedet skal også karakteriseres av at «det kreves at alle krav om rapportering og åpenhet fastlagt i direktivets artikkel 20 og 21 er oppfylt».

Medlemsstatene skal etter artikkel 22 utpeke de «vedkommende myndigheter» som skal ivareta de ulike oppgaver direktivet fastsetter, og skal underrette kommisjonen om dette og hvordan oppgavene er fordelt. Etter ISD skal de utpekte myndighetene «være offentlige myndigheter eller organer, anerkjent etter nasjonal lovgivning eller anerkjent av offentlige myndigheter som er uttrykkelig bemyndiget til dette etter nasjonal lovgivning». Hverken opptaksdirektivet eller børsprospektdirektivet inneholder slike uttrykkelige karakteriseringer av «vedkommende myndighet».

Om børsens offentliggjøring av opplysningene legger utvalget til grunn at offentliggjøringen av opplysningene minimum må oppfylle kravene etter ISD artikkel 21. Videre skriver utvalget (NOU 1999:3 side 262):

«Det bemerkes at bestemmelsen ikke er til hinder for at børsens regelverk om innrapportering og offentliggjøring av kursinformasjon, samt de minimumskrav som Kongen kan fastsette etter fjerde ledd, inneholder nødvendige unntak for formen på og offentliggjøring av innrapportering av for eksempel uvanlig store transaksjoner, omsetninger i spesielt illikvide verdipapirer o s v. Det vises til omtalen av behovet for dette i kapittel 15.4, samt om minimumskrav og unntaksadgang etter investeringstjenestedirektivet i kapittel 12.2.2.3.»

Om fastsettelsen av utfyllende regler for gjennomføringen av kursnoteringen uttaler utvalget (NOU 1999:3 side 212):

«For øvrig vil utfyllende regler for gjennomføring av kursnoteringene fortsatt tilligge børsen å fastsette i form av forretningsvilkår, men slik at minimumskravene til innrapportering og gjennomsiktighet følger av lov og forskrift. Børsen er trolig på grunn av sin nærhet til markedet nærmest til enhver tid å foreta de avveininger og tekniske beskrivelser som slike regler utgjør. Ulike børser kan da tilpasse de mer detaljerte regler til de tekniske systemer de har, og til egne vurderinger av hva som er hensiktsmessig.»

Utvalget forutsetter at verdipapirforetakenes rapporteringsplikt etter ISD artikkel 20 fortsatt skal være regulert i forskrift etter verdipapirhandeloven, jf. § 12-2 tredje ledd.

8.2.7.3 Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet støtter utvalgets forslag og uttaler i denne forbindelse:

«Utkastets § 5-3 om kursnoteringene følger den samme lovtekniske løsning som gjeldende børslov § 4-6. Endringer består i at man i lovtæksten angir hva som danner grunnlag for kursnotering, og at offentliggjøring må skje på en måte som sikrer god gjennomsiktighet. Utvalget foreslår å fjerne enkelte av de gjeldende bestemmelsene knyttet til gjennomføringen av kursnoteringen, og overlater til børsene å fastsette egne regler for dette. Hjemmelen til å fastsette nærmere regler om kursnoteringer i forskrift er videreført, og utvidet til også å omfatte regler om børsmedlemmenes rapporteringsplikt og om børsens offentliggjøring av opplysninger som er registrert eller innrapportert.

Bruk av denne forskriftshjemmelen er bl.a. nødvendig for å oppfylle kravene til nasjonale tiltak vedrørende rapportering og gjennomsiktighet som følger av ISD artikkel 20 og 21.

Kredittilsynet støtter utvalgets forslag til videreføring av hovedlinjene i gjeldende børslov § 4-6, med de endringer som fremgår av lovutkastets § 5-3.»

Kredittilsynet legger til grunn at det i forbindelse med fastsettelse av forskrifter i medhold av den nye børsloven må foretas en gjennomgang av regelverket i den gjeldende børsforskrifts kapittel 13 for å sikre at kravene som følger av ISD artikkel 20 og 21 er oppfylt.

Konkurransetilsynet med støtte fra *Arbeids- og administrasjonsdepartementet* påpeker at all tilgjengelig kursinformasjon for markedsaktørene vil kunne være av stor betydning for å få et effisient marked. For at prisene i markedet i størst mulig grad skal avspeile det enkelte verdipapirs realøkonomiske verdi vil det være nødvendig at markedsaktørene får lik og samtidig informasjon.

Etter Konkurransetilsynets oppfatning synes det som om kravet om lik og samtidig informasjon med hensyn til kjøper- og selgerkurser blir ivaretatt i forslaget til ny børslov. Konkurransetilsynet ser det som vesentlig at all kursrelevant informasjon kan gjøres tilgjengelig til aktørene på en måte som sikrer gjennomsiktighet, ikke bare informasjon om kjøper- og selgerpriser.

Konkurransetilsynet uttaler i denne forbindelse:

«Av børsforskriften følger det at all kursrelevant informasjon skal sendes børsen og offentliggjøres i informasjonssystemet før den formidles gjennom andre kanaler. Kursinformasjonen på Oslo Børs distribueres i dag hovedsakelig etter tre forskjellige tidsmodeller (i) realtidsinformasjon, (ii) 15 minutters forsinkelse og (iii) informasjon ved handledagens slutt. Det er ingen begrensning i hvem som kan motta kursinformasjonen, utover at realtidsinformasjon koster mer enn informasjon med tidsforsinkelse. Selv om det koster mer å fremskaffe og gjøre tilgjengelig realtidsinformasjon, er det Konkurransetilsynets oppfatning at prisen på realtidsinformasjon ikke må fastsettes høyere enn at den dekker kostnadene ved fremskaffelsen. Dette er viktig for å sikre at flere aktører får lik og samtidig informasjon, slik at markedet blir mest mulig effisient.

I Konkurransetilsynets og Kredittilsynets rapport av 2. april 1998 om konkurranseforhold og inntjening i verdipapirforetak ble konkurranseforholdene i det norske verdipapirmarkedet vurdert. En av anbefalingene Konkurransetilsynet og Kredittilsynet kom med i den forbindelse var at Oslo Børs bør vurdere praksisen med 15 minutters tidsforsinkelse av informasjon til allmennheten, med sikte på å gi alle aktørene i verdipapirmarkedet mest mulig lik og samtidig informasjon.»

Også *Aksjesparerforeningene* tar i sin høringsuttalelse opp spørsmål knyttet til salg av kursinformasjon. Foreningen uttaler følgende om dette:

«Foreningen vil påpeke at utkastet til ny børslov «de facto» gir Oslo Børs en monopolstilling i flere sammenhenger bl.a. til å innhente og bearbeide kursinformasjon, jfr. § 5-3

Salg av kursinformasjon har vært en ikke ubetydelig inntekt for Oslo Børs de senere år. Omdannelsen til allmennaksjeselskap med profittmaksimering som formål, vil skape økt fokus på slike forretningsområder fra nye eiere og børsens styre. Det kan derfor stilles

spørsmål om alle varer og tjenester, som springer ut av en lovbestemt monopolstilling, skal kunne selges? Burde eksempelvis ikke kursinformasjon istedenfor gis gratis til alle?»

8.2.7.4 Departementets vurdering

Det foreslås at kursnoteringene skal foregå gjennom de kjøps- og salgstilbud som fremsettes på børs, samt de avsluttede handler som finner sted på eller rapporteres til vedkommende børs, jf. lovforslaget § 5-3. Forslaget er i all hovedsak i tråd med utvalgets forslag.

Departementet slutter seg også til utvalgets forslag om at det presiseres i loven at børsen skal offentliggjøre kursnoteringene på en måte som sikrer god gjennomsiktighet samt oppbevare innrapporterte opplysninger og holde dem offentlig tilgjengelige i minst 10 år.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at det skal kunne fastsettes nærmere regler om kursnotering, om børsmedlemmenes rapporteringsplikt og om børsens offentliggjøring av opplysninger innrapportert etter § 5-3. Departementet foreslår imidlertid at forskriftskompetansen legges til departementet, og ikke til Kongen som foreslått av utvalget. Forskriftene vil danne ramme for børsens nærmere regler. Som påpekt av Kredittilsynets mål en ved fastsettelse av forskriftene sikre at minimumskravene i ISD og andre EØS-forpliktelser er oppfylt.

Konkurransetilsynet og Aksjesparernes Forening har som nevnt stilt spørsmål ved tidsforsinkelsen i offentliggjøringen og prisingen av informasjon om kursnoteringene ved Oslo Børs. Departementet legger til grunn at spørsmålet om en børs har plikt til å offentliggjøre kursnoteringene umiddelbart (i realtid) må bero på en tolkning av den nevnte bestemmelsen i § 5-3 i lovforslaget der blant annet hensynet til børsens mulighet til å få dekket kostnader ved offentliggjøring må tillegges vekt. Dersom opplysninger ikke offentliggjøres i realtid, men bare gis mot godtgjørelse, vil det også kunne bli spørsmål om å vurdere prisfastsettelse og andre vilkår i forhold til bestemmelsene i konkurranseloven. For øvrig vil mange av forslagene i børsloven etter departementets syn kunne bidra til å bedre konkurransen også på dette området. Dette vil også kunne påvirke prisene på kursinformasjon.

8.2.8 Medlemskap

8.2.8.1 Gjeldende rett

Børsloven § 4-1 fastsetter at deltakelse i kursnotering og handel med finansielle instrumenter på børsen bare kan skje gjennom børsmedlem ved godkjent børsrepresentant. Børsstyret kan i henhold til § 4-1 bestemme at også andre kan delta i kursnoteringene for særlige typer finansielle instrumenter. Denne adgangen er ikke brukt. Videre følger det av § 4-1 at børsstyret kan gi nærmere regler om hvilke krav som skal stilles til deltakerne. Børsstyrets vedtak kan ikke påklages.

Regler om børsmedlemskap er fastsatt i børsloven kapittel 3 og børsforskriften kapittel 11 og 12. Børsforskriften kapittel 11 inneholder regler om vilkår for å bli børsmedlem og om børsrepresentanter. I kapittel 12 er børsmedlemmenes rettigheter og plikter regulert. Oslo Børs har i tillegg fastsatt nær-

mere bestemte medlemsvilkår, som regulerer avtaleforhold mellom børsen og medlemmene.

I henhold til børsloven § 3-1 kan verdipapirforetak som i henhold til verdipapirhandelloven kan yte investeringstjenester i Norge, etter søknad bli medlem av børsen. Bestemmelsen innebærer at også verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat som yter investeringstjenester i Norge direkte fra forretningssted i annen EØS-stat eller gjennom filial i Norge i henhold til verdipapirhandelloven § 7-7, kan være børsmedlem. Tilsvarende gjelder for verdipapirforetak med hovedsete utenfor EØS som har fått tillatelse av Kongen til å yte investeringstjenester i Norge gjennom filial eller direkte fra forretningssted utenfor EØS i henhold til verdipapirhandelloven § 7-8. Av børsloven § 3-1 annet ledd følger det at børsmedlem som hovedregel må delta regelmessig i kursnoteringene ved børsrepresentant, men at børsstyret kan gjøre unntak fra dette kravet. I bestemmelsens tredje ledd er det gitt regler om Norges Bank deltagelse i kursnoteringene.

I følge børsloven § 3-3 første ledd kan et børsmedlem ha én eller flere børsrepresentanter. Børsstyret kan bestemme et høyeste antall representanter for hvert børsmedlem. En børsrepresentant skal i henhold til samme bestemmelse godkjennes av børsstyret. Det er et vilkår for godkjenning at børsrepresentanten er ansatt hos børsmedlemmet og er skikket til å møte på børsen. Finansdepartementet har i medhold av nevnte bestemmelse fastsatt regler i børsforskriften § 11-4 om nærmere krav til faglige kvalifikasjoner.

I børsloven § 3-4 er det fastsatt at tilsynsmyndighetene uten hinder av taushetsplikt kan gi opplysninger av betydning for børsstyrets vedtak etter reglene i kapittel 3. I § 3-5 er det fastsatt at det i børsforskriftene kan bestemmes at andre enn fondsmeglere kan delta på børsen, herunder i hvilken utstrekning reglene i lovens kapittel 3 får anvendelse på slik deltakelse.

Av børsloven § 4-8 følger det at børsen kan kreve at verdipapirforetak, uten hinder av taushetsplikt, skal gi slike opplysninger som er nødvendig for at børsen kan oppfylle sine plikter etter børsloven og annen lovgivningen. Opplysningsplikten gjelder tilsvarende for ansatte.

8.2.8.2 *Utvalgets forslag*

Utvalget viser til at ISDs definisjon av regulert marked forutsetter at dette har regler som blant annet fastlegger «vilkårene for adgang til markedet» og uttaler i denne forbindelse (NOU 1999:3 side 212):

«Utvalget foreslår at prinsippet i dagens lov videreføres, men at det i utgangspunktet er opp til børsens egne vilkår eller regler å fastsette de nærmere betingelser.»

Utvalget foreslår at det på samme måte som i dagens børslov fastsettes at bare børsmedlemmer kan delta i den handel og kursnotering som organiseres av børsen.

Videre foreslås det at det i børsloven gis regler om hvem som kan bli børsmedlem. Det foreslås i motsetning til i gjeldende rett at regelverket gjøres uavhengig av om børsmedlemmet er verdipapirforetak. I denne forbindelse uttaler utvalget (NOU 1999:3 side 212):

«Hver enkelt børs må da fastsette i sine vilkår om bare verdipapirforetak med tillatelse til å drive mellommannsvirksomhet, eller også andre skal kunne aksepteres som medlemmer på børsen, f.eks. investorer for såvidt gjelder handel i egen regning, dersom de øvrige vilkår er oppfylt.»

I stedet for et krav til at børsmedlemmet er verdipapirforetak, foreslår utvalget at en børs bare skal kunne oppta medlemmer som har en forsvarlig kapital, formålstjenlig organisasjon, tilstrekkelige tekniske systemer og for øvrig anses skikket til å delta i kursnoteringen i forhold til de forpliktelser medlemskapet innebærer. I tillegg foreslås det krav om at børsmedlem må ha de nødvendige offentlige tillatelser til å drive den virksomhet børsmedlemskapet etter sin art innebærer, og må oppfylle betingelser og plikter knyttet til børsmedlemskapet. Utvalget uttaler om dette (NOU 1999:3 side 212-213):

«Kravet gjelder bare der offentlige tillatelser er påkrevet, slik at det etter dagens lovgivning normalt ikke vil være krav om offentlig tillatelse for investorers eventuelle medlemskap på børs begrenset til handel i egen regning.»

Utvalget uttaler også (NOU 1999:3 side 262):

«Til bestemmelsens annet ledd bemerkes at deltagelse i handel og kursnotering på andres vegne krever konsesjon etter vphl § 7-1, jf § 1-2 første ledd nr 1, eller tilsvarende tillatelse fra foretakets hjemland, jf verdipapirhandelloven §§ 7-7 og 7-8. Dersom et børsmedlem ikke driver annen virksomhet i Norge enn å være børsmedlem, er det antatt at hverken verdipapirhandelloven eller investeringstjenestedirektivet krever at det meldes grenseoverskridende virksomhet. At et medlem skal kunne oppfylle sine forpliktelser knyttet til medlemskapet innebærer blant annet at foretaket skal kunne oppfylle opplysningsplikten etter femte ledd uten å komme i strid med nasjonale taushetspliktregler.»

Sistnevnte er ivaretatt i utvalgets forslag ved at det er foreslått at børs skal gi investeringsforetak med hovedkontor i annen EØS-stat adgang til å delta i handel og kursnotering på like vilkår som andre børsmedlemmer. I omtalen av den tilsvarende regel for autoriserte markedsplasser viser utvalget til at ISD artikkel 15 pålegger norske myndigheter å påse at investeringsforetak med hovedkontor i en EØS-stat har adgang til regulerte markeder i Norge, på lik linje med norske foretak. Det vises til nærmere omtale av dette i NOU 1999:3 kapittel 12.2.2.2.2.

Utvalget foreslår at Kongen skal kunne fastsette nærmere regler om vilkår for medlemskap og medlemmers forpliktelser.

Utvalget foreslår dessuten en videreføring av medlemmenes og deres ansattes opplysningsplikt overfor børsen etter børsloven § 4-8, jf. lovutkastet § 5-4 femte ledd. Opplysningsplikten gjelder etter forslaget, som i gjeldende rett, de opplysninger som er nødvendig for at børsen kan oppfylle sine plikter etter denne lov og annen lovgivning. Det presiseres i lovutkastet at plikten også gjelder børsmedlemmenes tillitsvalgte.

For det tilfelle at børsmedlemmer ikke er underlagt offentlig tilsyn av Kredittilsynet eller tilsvarende myndighet i andre land, f.eks. dersom medlemmet ikke er verdipapirforetak foreslår utvalget en plikt for børsmedlemmet til å gi tilsynsmyndighetene og børsen de opplysninger som måtte bli krevet om for-

hold som vedrører børsmedlemskapet. Opplysningsplikten gjelder etter forslaget tilsvarende for tillitsvalgte og ansatte hos børsmedlem. For øvrig viser utvalget til at Kredittilsynet kan gi børsen de opplysninger som er nødvendige for børsens utførelse av lovbestemte oppgaver, blant annet i forbindelse med børsmedlemskap, jf. kredittilsynslovens § 7.

Utvalget foreslår at reguleringen av børsmedlemmenes børsrepresentanter går ut av loven. På bakgrunn av at børsrepresentantene ikke lenger møter personlig på børsen for å delta i kursnoteringene, og at verdipapirhandellovens regulering av verdipapirmeglere tar utgangspunkt i verdipapirforetak og ikke enkeltmeglere, er det etter utvalgets syn naturlig at børsloven kun regulerer forholdet til børsens direkte brukere, nemlig medlemsforetakene. Det vises til at medlemsforetakene vil være ansvarlig for at deres ansatte følger de gjeldende regler. Videre vises det til at den enkelte børs i sine forretningsvilkår kunne og måtte stille krav til de av medlemmenes ansatte som skal operere i handelssystemet/delta i kursnoteringene, eller være ansvarlig for dette, f.eks. knyttet til vandel og erfaring.

8.2.8.3 Høringsinstansenes merknader

Konkurransetilsynet med støtte fra *Arbeids- og administrasjonsdepartementet* slutter seg til at det i den nye børsloven åpnes for fjernmedlemsskap ved at børs skal gi investeringsforetak med hovedkontor i en annen EØS-stat adgang til å delta i handelen og kursnotering på like vilkår som andre børsmedlemmer.

Videre slutter *Konkurransetilsynet* og *Arbeids- og administrasjonsdepartementet* seg til at også privatpersoner, som ikke opptre som mellommenn, skal kunne delta i handelen dersom markedsplassen finner dette formålstjenlig.

Konkurransetilsynet uttaler videre:

«I utredningens avsnitt 14.2 fremgår det at konkurransen mellom markedsplassene både er konkurranse om investorenes kapital og handel, og om utstederne. Et økt antall investorer resulterer i større tilgang til risikokapital til utstederne og fører ofte til bedre likviditet, som igjen tiltrekker seg nye investorer. Etter *Konkurransetilsynets* oppfatning er det investorene det er størst konkurranse om da utstedere i større grad er knyttet til sine hjemmemarkeder. Forhold ved børsvirksomheten som vedrører konkurransen om investorer bør være slik at det foreligger færrest mulig hindringer ved å handle på børser.»

Nord Pool gir i sin høringsuttalelse uttrykk for at en forutsetter at alle kategorier aktører i markedet som oppfyller børslovens krav kan være medlemmer på børsen, herunder at ikke meglerne gis særskilte fortrinn i forhold til direkte aktører.

Kredittilsynet slutter seg til utvalgets forslag om å ta inn i børsloven en angivelse av hvilke vilkår som er avgjørende for børsens behandling av søknader for å bli børsmedlem.

Kredittilsynet uttaler i denne forbindelse:

«Det er bl.a. viktig at man har fått med et krav om at det skal foreligge tilstrekkelige tekniske systemer, i lys av den systemrisiko som kan ligge i feil eller mangler på dette området. *Kredittilsynet* mener videre

det er hensiktsmessig at man har tatt med det noe skjønnsmessige vilkåret om at vedkommende må være skikket til å delta i kursnoteringene, for å kunne fange opp forhold som ikke lar seg spesifisere generelt.»

Om det foreslåtte kravet til at medlemmet skal ha en formålstjenlig organisasjon skriver Kredittilsynet følgende:

«Kredittilsynet antar at organisasjonens formålstjenlighet skal vurderes i forhold til dens ivaretagelse av sine forpliktelser som børsmedlem. Spørsmålet om hva som ligger i dette vilkåret må antas å ha størst aktualitet for søkere som ikke er verdipapirforetak, idet verdipapirforetak vil være underlagt kravene til organisering av virksomheten som følger av verdipapirhandelloven § 9-1. Foretak som søker om børsmedlemskap vil imidlertid ikke nødvendigvis være underlagt lovfastsatte krav til organisering av sin virksomhet. Det vises til at man åpner for både fjernmedlemskap og investorer som børsmedlemmer. For slike søkere kan det være hensiktsmessig med en noe mer presis angivelse av hvilke krav som stilles til organisasjonen. Kredittilsynet ser samtidig at det kan være behov for et vilkår som er fleksibelt i forhold til de ulike typer børsmedlemmer som vil kunne være aktuelle. Den enkelte børs kan innenfor bestemmelsens område selv fastsette nærmere regler om hva som ligger i kravet til formålstjenlig organisasjon i sine forretningsvilkår, dersom behovet er til stede for en slik presisering.»

Kredittilsynet anser at spørsmålet om det bør stilles ytterligere krav til børsmedlemmer som ikke er verdipapirforetak enn de som fremgår av utkastets § 5-4 annet ledd, vil være et av spørsmålene som vil være aktuelle i forbindelse med fastsettelse av nye forskrifter i medhold av utkastets § 5-4 tredje ledd.

Kredittilsynet støtter videre utvalgets forslag om en videreføring av børsmedlemmers opplysningsplikt overfor børser om de opplysninger som er nødvendige for at børsen kan oppfylle sine plikter etter børsloven og annen lovgivning. Av annen lovgivning peker Kredittilsynet særlig på børsenes plikt til å gi Kredittilsynet opplysninger om antatte overtredelser av bestemmelser i verdipapirhandelloven, herunder forbudet mot urimelige forretningsmetoder og kravet til god forretningsskikk, jf. verdipapirhandelloven § 12-1 tredje ledd. Kredittilsynet påpeker at forslaget er en videreføring av gjeldende rett, med den utvidelse at opplysningsplikten også vil gjelde for børsmedlemmer som ikke er verdipapirforetak.

8.2.8.4 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om å videreføre hovedregelen i gjeldende børslov om at det bare er børsmedlemmer som kan delta i den handel og kursnotering som organiseres av børsen, jf. lovforslaget § 5-4. Når det gjelder uttalelsen fra Konkurransetilsynet og Arbeids- og administrasjonsdepartementet om at de støtter forslaget om å åpne for fjernmedlemsskap, påpeker departementet for ordens skyld at en slik adgang foreligger også i gjeldende rett.

Departementet slutter seg videre til utvalgets forslag om ikke å videreføre dagens regel om at bare verdipapirforetak kan tas opp som børsmedlem. Forslaget er, som påpekt av Konkurransetilsynet, i samsvar med et forslag fra Konkurransetilsynet og Kredittilsynet i deres rapport av 2. april 1998. Rapport-

ten fra Konkurransetilsynet og Kredittilsynet hadde sin bakgrunn i en henvendelse fra Arbeids- og administrasjonsdepartementet og Finansdepartementet av 26. januar 1998 hvor de to instansene ble bedt om å vurdere «fondsmeglerenes fortjeneste og konkurranseforholdene i det norske verdipapirmarkedet» og om å fremme mulige tiltak for å bedre konkurranseforholdene i det norske verdipapirmarkedet. At også andre enn verdipapirforetak kan bli børsmedlemmer innebærer at også personer og foretak som ikke er underlagt tilsyn av Kredittilsynet etter Kredittilsynsloven § 1 kan bli børsmedlemmer. Ingen av høringsinstansene har hatt motforestillinger til dette. Departementet viser til at børsmedlemmer etter lovforslaget §§ 5-4 siste ledd og 8-2 siste ledd siste punktum vil ha opplysningsplikt overfor henholdsvis børsen og Kredittilsynet og slutter seg på denne bakgrunn til utvalgets forslag.

Utvalget har ikke foreslått å videreføre regelen i børsloven § 4-1 annet punktum om at børsstyret kan bestemme at også andre enn børsmedlem kan delta i kursnoteringene for særlige typer finansielle instrumenter. Departementet kan ikke se at dette er nærmere kommentert av utvalget eller høringsinstansene. I Ot.prp. nr. 83 (1986-87) side 101 heter det om bakgrunnen for denne regelen:

«Imidlertid kan det tenkes at en for særlige typer verdipapirer finner det naturlig også å la andre enn fondsmeglerforetak og Norges bank delta i kursnoteringene. Departementet ønsker derfor ikke å utelukke muligheten for en slik utvikling i fremtiden.»

På bakgrunn av at vilkårene for å bli børsmedlem i utvalgets forslag er gjort uavhengig av om søker er verdipapirforetak, er det etter det departementet kan se ikke lenger behov for en slik unntaksregel.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om å ta inn i børsloven en presisering av vilkårene for å bli børsmedlem. Det presiseres at hver enkelt børs med de begrensninger som følger av lovforslaget § 5-1 første ledd vil kunne oppstille ytterligere vilkår for medlemsskap i sine regler og forretningsvilkår. Det foreslås at det fastsettes at børs bare kan oppta medlemmer som har en forsvarlig kapital, formålstjenlig organisasjon og tilstrekkelige tekniske systemer, og som for øvrig anses skikket til å delta i kursnoteringen i forhold til de forpliktelser medlemskapet innebærer. Videre foreslås det at børsmedlem må ha de nødvendige offentlige tillatelser til å drive den virksomhet børsmedlemskapet etter sin art innebærer, og må oppfylle betingelser og plikter knyttet til børsmedlemskapet.

At børsmedlemmer må ha nødvendige offentlige tillatelser, innebærer f. eks. at børsmedlem som er marketmaker vil måtte ha konsesjon etter verdipapirhandelloven § 7-1 første ledd, jf. § 1-2 første ledd nr. 2.

Kredittilsynet har uttalt at vilkåret om en formålstjenlig organisasjon må antas å ha størst aktualitet for søkere som ikke er verdipapirforetak, i det verdipapirforetak vil være underlagt kravene til organisering av virksomheten som følger av verdipapirhandelloven § 9-1. Departementet er ikke uenig med Kredittilsynet i at kravet om en hensiktsmessig organisasjon som regel vil være oppfylt dersom et verdipapirforetak oppfyller de krav til organisering som følger av verdipapirhandelloven. Det kan imidlertid ikke utelukkes at virksomheten som børsmedlem kan stille ytterligere krav til organiseringen og slik sett vil vilkåret også kunne være relevant for denne gruppen av søkere.

Utvalget har foreslått inntatt en presisering av at børs skal gi investeringsforetak med hovedkontor i annen EØS-stat adgang til å delta i handel og kursnotering på like vilkår som andre børsmedlemmer. Departementet slutter seg til utvalgets forslag. Det foreslås imidlertid en teknisk endring i utvalgets forslag ved at begrepet «investeringsforetak med hovedkontor i annen EØS-stat» erstattes med «foretak med hovedkontor i annen EØS-stat som i sitt hjemland har tillatelse til å yte investeringstjenester som nevnt i verdipapirhandelloven § 1-2 første ledd nr. 1 til 4». Bestemmelsen gjennomfører ISD artikkel 15 som pålegger norske myndigheter å påse at investeringsforetak med hovedkontor i EØS-stat har adgang til regulerte marked i Norge, på linje med norske foretak.

Når det gjelder utvalgets forslag om at Kongen kan fastsette nærmere regler om villkår for medlemskap og medlemmenes forpliktelser, foreslår departementet at kompetansen legges til departementet i stedet for til Kongen. For øvrig slutter departementet seg til utvalgets forslag.

Nord Pool har gitt uttrykk for at selskapet forutsetter at alle kategorier aktører i markedet som oppfyller børslovens krav kan være medlemmer på børsen, herunder at ikke meglerne gis særskilte fortrinn i forhold til direkte aktører. Kredittilsynet har i sin høringsuttalelse gitt uttrykk for at spørsmålet om det bør stilles ytterligere krav til børsmedlemmer som ikke er verdipapirforetak enn de som fremgår av utkastets § 5-4 annet ledd, vil være et av spørsmålene som vil være aktuelle i forbindelse med fastsettelse av nye forskrifter i medhold av utkastets § 5-4 tredje ledd. Departementet slutter seg til Kredittilsynets vurdering.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om å videreføre dagens regel om at børsmedlemmet og børsmedlemmets ansatte uten hinder av taushetsplikt plikter å gi børsen opplysninger som er nødvendig for at børsen skal kunne oppfylle sine plikter etter børsloven og annen lovgivning. Opplysningsplikten vil blant annet omfatte opplysninger om børsmedlemmets kapitalforhold og organisasjon for at børsen skal kunne kontrollere at medlemmet fortsatt oppfyller kravene til forsvarlig kapital, formålstjenlig organisasjon, tilstrekkelige tekniske systemer og for øvrig anses skikket til å delta i kursnoteringen i henhold til lovforslaget § 5-4 annet ledd. Det presiseres i lovforslaget at opplysningsplikten også gjelder børsmedlemmenes tillitsvalgte. Dette er i overensstemmelse med tolkningen av bestemmelsen i § 4-8 og representerer derfor ikke en realitetsendring i forhold til gjeldende rett. Det vises for øvrig til at børsmedlemmers opplysningsplikt overfor Kredittilsynet er behandlet i kapittel 11.

Departementet slutter seg også til utvalgets forslag om ikke å videreføre gjeldende børslovs regler om børsrepresentanter. Som utvalget anser departementet at ettersom børsrepresentantene ikke lenger møter personlig på børsen for å delta i kursnoteringene, og verdipapirhandellovens regulering av verdipapirmeglere tar utgangspunkt i verdipapirforetak og ikke enkeltmeglere, er det naturlig at børsloven kun regulerer forholdet til børsens direkte brukere, nemlig børsmedlemmene.

8.2.9 Opphør og suspensjon av børsmedlemsskap

8.2.9.1 Gjeldende rett

Hvis et børsmedlem ikke lenger tilfredsstiller vilkårene i verdipapirhandelloven § 7-2 opphører medlemskapet, jf. børsloven § 3-2 første ledd. Av bestemmelsens annet ledd følger det at børsstyret kan bestemme at børsmedlemskapet skal opphøre dersom et børsmedlem opptrer i strid med lov eller forskrifter gitt i medhold av lov, eller for øvrig opptrer i strid med god forretningsskikk eller på annen måte viser seg uskikket som børsmedlem. Under de samme vilkår kan børsstyret suspendere et børsmedlem eller gi en advarsel. Slike vedtak må ha tilslutning fra minst to tredeler av styrets medlemmer. En eventuell suspensjon må i følge bestemmelsens tredje ledd ikke vare lenger enn påkrevet og ikke utover 21 dager. Børsstyret kan imidlertid når særlige grunner tilsier det vedta ny suspensjon for et bestemt tidsrom utover 21 dager. Børsstyrets vedtak om suspensjon av eller advarsel til børsmedlem, unntatt vedtak om ny suspensjon, kan ikke påklages.

8.2.9.2 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår at børs skal kunne beslutte opphør av medlemskapet dersom et medlem ikke lenger tilfredsstiller vilkårene for medlemskap. Det foreslås å videreføre bestemmelsen om at børs kan bestemme at børsmedlemskapet skal opphøre dersom et medlem opptrer i strid med lov eller forskrifter gitt i medhold av lov, eller for øvrig opptrer i strid med god forretningsskikk eller på annen måte viser seg uskikket som børsmedlem. Også regelen om at børsen på samme vilkår kan suspendere et børsmedlem foreslås videreført. Tilsvarende gjelder regelen om at en suspensjon ikke må vare lenger enn påkrevet og ikke utover 21 dager, samt regelen om at børsen når særlige grunner tilsier kan vedta ny suspensjon for et bestemt tidsrom utover 21 dager. Børsstyrets vedtak om suspensjon av børsmedlem, unntatt vedtak om ny suspensjon, foreslås som i gjeldende børslov unntatt fra klagerett.

Utvalget anser det som unødvendig å videreføre regelen om at børsstyret under de samme vilkår kan gi børsmedlemmet en advarsel. Utvalget legger til grunn at en slik advarsel ikke vil kreve særskilt hjemmel.

Om den nærmere forståelsen av den foreslåtte bestemmelsen uttaler utvalget (NOU 1999:3 side 262):

«Når det i bestemmelsens første punktum heter at børsen «kan» beslutte opphør av medlemskapet hvis vilkårene for dette ikke lenger foreligger, er det for å klargjøre at mindre og uvesentlige avvik fra vilkårene ikke automatisk skal måtte medføre opphør av medlemskapet dersom mangelen blir rettet innen forsvarlig tid etter børsens konkrete vurdering. Med «dager» i annet ledd menes kalenderdager.»

8.2.9.3 Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet støtter utvalgets forslag om videreføring av hovedprinsippene i gjeldende regelverk på dette området.

Ingen av de øvrige høringsinstanser har merknader til utvalgets forslag.

8.2.9.4 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at en børs skal kunne beslutte opphør av medlemskapet dersom et medlem ikke lenger tilfredsstiller vilkårene for medlemskap eller dersom et børsmedlem opptrer i strid med lov eller forskrifter gitt i medhold av lov eller på annen måte viser seg uskikket som børsmedlem. Det vises til lovforslaget § 5-5. Departementet foreslår at alternativet om god forretningsskikk tas ut av forslaget. Det vises til at den tilsvarende formuleringen i gjeldende rett er ment som en henvisning til bestemmelsene om god forretningsskikk i verdipapirhandelloven. Departementet legger til grunn at dette vil følge av det alternativet som fastsetter at medlemskapet kan bringes til opphør dersom medlemmer opptrer i strid med lov.

Utvalget uttaler på side 213 i NOU 1999:3:»det foreslås at børsen også kan treffe slike vedtak dersom børsens forretningsvilkår vesentlig misligholdes». Dette fremgår ikke direkte av utvalgets forslag til lovtekst. Departementet er enig med utvalget i at dersom børsmedlemmet vesentlig misligholder sine plikter i følge regler og forretningsvilkår fastsatt av børsen i medhold av § 5-1 tredje ledd i lovutkastet, bør børsen kunne bestemme at medlemskapet skal opphøre. Det foreslås at dette tas inn i loven.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at børs på de samme vilkår som nevnt ovenfor, skal kunne suspendere et børsmedlem. Departementet slutter seg til utvalgets forslag til nærmere regler om suspensjonsvedtaket. Det foreslås således at suspensjon ikke må vare lenger enn påkrevet og ikke ut over 21 dager. Videre foreslås det at børs når særlige grunner tilsier det skal kunne vedta en ny suspensjon for et bestemt tidsrom ut over 21 dager.

Som utvalget foreslår departementet at vedtak om suspensjon, unntatt vedtak om ny suspensjon, ikke skal kunne påklages. De foreslåtte regler om suspensjon er i hovedsak en videreføring av gjeldende rett.

Som utvalget anser departementet at en regel om at børsen kan ilegge børsmedlemmet en advarsel er overflødig.

8.2.10 Vilkår for opptak til børsnotering av finansielle instrumenter

8.2.10.1 Gjeldende rett

I henhold til børsloven § 4-2 er det børsstyret som avgjør om et finansielt instrument skal tas opp til notering på børsen. Opptak av verdipapirer til notering kan bare foretas i henhold til søknad fra utsteder, mens børsen kan ta opp andre finansielle instrumenter til kursnotering uten søknad. De nærmere regler for regler opptak fremgår av børsloven §§ 4-2 og 4-3, børsforskriften, samt standardvilkårene for handel med derivatkontrakter.

Etter § 4-3 første ledd kan opptak til børsnotering bare skje dersom de finansielle instrumentene antas å ha allmenn interesse og kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning. Ved avgjørelse av om et verdipapir skal tas opp til kursnotering skal det også legges vekt på foretakets økonomi og andre forhold av betydning for om verdipapiret er egnet til børsnotering. Opptak til kursnotering av finansielle instrumenter som ikke er verdipapirer kan skje dersom det foreligger en betydelig handel med betryggende kursfastsettelse i den eller de underliggende instrumentene. Dersom et allmennaksjeselskap har flere aksjeklasser, må søknad om opptak til børsnotering gjelde alle aksjeklasser, og hver enkelt aksjeklasse må tilfredsstille vilkårene for opptak,

jf. § 4-3 annet ledd. Børsstyret kan i særlige tilfelle gjøre unntak fra dette kravet. Det følger av § 4-3 tredje ledd at de nærmere regler om opptak til børsnotering fastsettes i børsforskriftene.

I børsforskriften er det fastsatt vilkår for børsnotering av henholdsvis aksjer, retter til erverv av aksjer, kjøpsrett til aksjer og for obligasjoner i kapitlene 2, 7, 7a og 8. Opptak til børsnotering av verdipapirer er betinget av at det utarbeides og offentliggjøres introduksjonsprospekt etter nærmere regler i børsforskriften. I tillegg fastsetter børsforskriften krav til kursverdi, virksomhetens varighet, og aksjespredning for aksjer og grunnfondsbevis. For obligasjoner stilles det også særlige vilkår, blant annet til lånets minimumsstørrelse og antall børsposter. Det er ikke fastsatt egne regler i børsforskriften for opptak av andre finansielle instrumenter. Slikt opptak vil avhenge av om vilkårene i børsloven § 4-3 er oppfylt.

Bestemmelsene om opptak til notering i børsloven med forskrifter gjennomfører EØS-regler som svarer til børsprospektdirektivet (Rdir. 80/390 EØF) som blant annet fastsetter at medlemsstatene skal påse at opptak til offisiell børsnotering betinges av at det offentliggjøres et prospekt som skal kontrolleres og godkjennes av den myndighet som er utpekt av medlemsstaten, jf. artikkel 18 jf. artikkel 3.

Børsloven og børsforskriften pålegger videre utsteder enkelte andre forpliktelser. Av børsforskriften § 2-4 følger det at børsnoterte aksjer skal være fritt omsettelige. Bestemmelsen gjelder tilsvarende for børsnoterte tegningsretter, jf. børsforskriften § 7-8 og for obligasjoner jf. § 8-3. Disse reglene er fastsatt i medhold av børsloven § 1-6 og § 4-3 tredje ledd. Regler om at utsteder av finansielle instrumenter skal likebehandle innehaverne av deres finansielle instrumenter er gitt i børsforskriften § 23-8 med hjemmel i børsloven §§ 1-6 og 4-3 tredje ledd.

8.2.10.2 Utvalgets forslag

Etter utvalgets forslag er det fortsatt den enkelte børs som skal beslutte opptak av finansielle instrumenter til notering. Utvalget har vurdert alternative løsninger der et offentlig organ er tillagt slik kompetanse, men anser dette som lite hensiktsmessig i Norge.

Utvalget uttaler følgende om det regelverket som foreslås (NOU 1999:3 side 213):

«Beslutningskompetansen vil i hovedsak videreføre dagens system, men det antas hensiktsmessig at børser selv kan fastsette noen nærmere vilkår og regler innenfor rammer der hovedprinsippene fastsettes i loven, med de mer detaljerte kravene etter opptaksdirektivet (79/279/ EØF) og børsprospektdirektivet (80/390/EØF) fastlagt i forskrift.»

Utvalget foreslår at gjeldende børslovs vilkår for opptak til notering i hovedsak videreføres, jf. utvalgets utkast til § 5-6. Det foreslås at finansielle instrumenter skal kunne opptas til offisiell notering og handel etter søknad fra utsteder dersom børsen finner at de finansielle instrumenter anses egnet for notering og kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning. Ved avgjørelsen av om et verdipapir skal tas opp til offisiell notering skal det etter utvalgets forslag

også legges vekt på foretakets økonomi og andre forhold av betydning for om verdipapiret er egnet for børsnotering.

Opptak til offisiell notering av finansielle instrumenter som ikke er verdipapir, det vil si derivater, skal etter utvalgets forslag kunne skje dersom det foreligger en betydelig handel med betryggende kursfastsettelse i det eller de underliggende instrumentene. Utvalget understreker at dette ikke er ment å innebære et krav om at nevnte handel og kursfastsettelse må skje ved samme børs, dersom børsen anser at markedet og børsmedlemmene har forsvarlig informasjonsgrunnlag om slik handel og kursnotering ved en annen børs eller markedsplass.

Når det gjelder begrepene «finansielle instrumenter», og «omsettelige verdipapirer» som undergruppe av førstnevnte, viser utvalget til sin omtale av dette i NOU 1999:3 kapittel 9.3 og verdipapirhandelens § 1-2.

Utvalget foreslår at utsteder som søker børsnotering av omsettelige verdipapirer skal utarbeide prospekt som skal offentliggjøres før kursnoteringen begynner. Prospektet skal etter forslaget utarbeides i samsvar med nærmere regler som etter forslaget skal fastsettes av Kongen om vilkår for å oppta finansielle instrumenter til offisiell notering, herunder om utarbeidelse og offentliggjøring av prospekt og i samsvar med børsens egne regler og forretningsvilkår. Videre foreslås det at børsen skal kunne bestemme at det skal utarbeides prospekt eller annet informasjonsmateriale også ved opptak av finansielle instrumenter som ikke er verdipapirer. Utvalget viser i denne forbindelse til at børsprospektdirektivet (Rdir. 80/390 EØF) fastsetter at medlemsstatene skal påse at opptak til offisiell børsnotering betinges av at det offentliggjøres et prospekt som skal kontrolleres og godkjennes av den myndighet som er utpekt av medlemsstaten, jf. artikkel 18 jf. artikkel 3. Videre vises det til at krav til utarbeidelse av prospekt ved offentlige emisjoner finnes i direktivet om samordning av kravene til prospekt når verdipapirer legges ut til offentlig tegning (Rdir. 89/292/EØF). Utvalget legger til grunn at EØS-reglene som svarer til disse direktivene må gjennomføres i nærmere regler fastsatt av Kongen.

Utvalget foreslår videre at Kongen skal fastsette nærmere regler om vilkår for å oppta finansielle instrumenter til offisiell notering, herunder også om utsteders løpende forpliktelser og om utarbeidelse og offentliggjøring av andre opplysninger enn prospekt. Utvalget forutsetter at forskrifter som nevnt vil gjennomføre minimumskravene for opptak til notering i EØS-reglene som svarer til Rdir. 79/279/EØS om samordning av vilkårene for opptak av verdipapirer til offisiell notering på en fondsbørs og minimumskravene til prospekt ved opptak til offisiell notering av verdipapirer i Rdir. 80/390/EØF om samordning av kravene til utforming, kontroll og spredning av prospekter som skal offentliggjøres i forbindelse med opptak til offisiell notering på en fondsbørs. Utvalget legger videre til grunn at en i forskrift i medhold av denne bestemmelsen må gjennomføre EØS-forpliktelser vedrørende plikter som påhviler selskaper hvis aksjer eller obligasjoner er opptatt til offisiell notering på en fondsbørs. Utvalget uttaler i denne forbindelse (NOU 1999:3 side 263):

«Om utsteders løpende informasjonsplikt om kursrelevante hendelser og andre forhold og om plikt til periodisk offentliggjøring av regnskapsopplysninger, vises til utkastet § 5-7.

De øvrige forpliktelser som er forutsatt fastsatt i forskrift i medhold av bestemmelsens siste ledd, omfatter også de direktivforplikt-

ser som ikke følger av § 5-7. Det vises til Rdir 79/279/EØF oversikt C om plikter som påhviler selskaper hvis aksjer er opptatt til offisiell notering på en fondsbørs. Disse omfatter plikt til å børsnotere nyutstedte aksjer i samme aksjeklasse som er notert, plikt til å likebehandle aksjeeiere som befinner seg i samme stilling, plikt til å varsle om planlagte vedtektsendringer m v. Tilsvarende gjelder for utstedere av obligasjoner etter direktivets oversikt D. Disse forpliktelsene omfatter også opprettholdelse av sentrale vilkår for opptak til notering, for eksempel kravet om at de noterte instrumentene skal være fritt omsettelige, jf gjeldende børsforskrift §§ 2-3 og 8-3, jf Rdir 79/279/EØF oversikt A II nr 2 og oversikt B II nr 2. Det vises til omtale i kapittel 20.4.6 og 9.12. «

Videre påpeker utvalget at det følger av opptaksdirektivet at børs plikter til å ha og håndheve regler blant annet om verdipapirers frie omsettelighet og likebehandling for utstedere av børsnoterte instrumenter.

Utvalget foreslår ikke å videreføre bestemmelsen i børsloven § 4-3 annet ledd om at dersom et allmennaksjeselskap har flere aksjeklasser, må søknad om opptak til børsnotering gjelde alle aksjeklasser, og hver enkelt aksjeklasse må tilfredsstillende vilkårene for opptak. Utvalget uttaler i denne forbindelse (NOU 1999:3 side 214):

«Bestemmelsen tjener ikke til oppfyllelse av direktivkrav. Denne typen krav er heller ikke vanlig i lovgivningen for konkurrerende børser i andre land. Om den enkelte børs likevel finner at et slikt krav vil være formålstjenlig, vil den kunne fastsette dette i sine standardvilkår.»

8.2.10.3 Høringsinstansenes merknader

Ingen høringsinstanser har gått i mot utvalgets forslag om at det er den enkelte børs som skal treffe beslutning om opptak av finansielle instrumenter til notering.

Nord Pool har påpekt at forslaget kan forstås dithen at det er en utsteder som må foreslå at verdipapirer som ikke er finansielle instrumenter blir tatt opp til notering. *Nord Pool* er av den oppfatning at børser må kunne beslutte opptak av verdipapirer som ikke er finansielle instrumenter til notering uten etter forslag fra utsteder. *Nord Pool* foreslår at det tas inn en bestemmelse i § 5-6 om at børsen også etter eget initiativ kan ta opp til offisiell notering finansielle instrumenter som ikke er verdipapirer, dersom det foreligger en betydelig handel med betryggende prisfastsettelse i den eller de underliggende instrumentene.

Kredittilsynet påpeker at utvalget har endret ordlyden i lovens vilkår for opptak av finansielle instrumenter til notering i forhold til gjeldende rett, uten å kommentere dette. *Kredittilsynet* mener at den endrede ordlyden i vilkårene for opptak, i større grad enn etter gjeldende rett, overlater til børsens skjønn hvorvidt et finansielt instrument skal tas opp til notering. *Kredittilsynet* uttaler i denne forbindelse:

«Vilkåret om at børsen finner et instrument egnet til notering er i mindre grad objektivt konstaterbart enn det gjeldende kravet til at instrumentet skal ha allmenn interesse. I så måte leder endringsforslaget muligens til mindre grad av forutberegnelighet. *Kredittilsynet* vil imidlertid peke på at kriteriet om at et instrument skal ha allmenn interesse ikke nødvendigvis er et hensiktsmessig vilkår ved avgjørelse av søkna-

der om opptak. Det kan for eksempel vises til at det ved notering av statsobligasjoner vil være et begrenset antall investorer som er aktuelle kjøpere i markedet. Det kan således reises spørsmål om vilkåret om allmenn interesse vil være oppfylt for notering av slike finansielle instrumenter. Samtidig er det på det rene at de er egnet for opptak til notering og handel på børs, og at man på ingen måte ønsker å utelukke slik notering.»

Kredittilsynet konkluderer med at utvalgets forslag fremstår som mer hensiktsmessig enn ordlyden i gjeldende børslov § 4-3 og støtter derfor utvalgets forslag. Når det gjelder forslaget om at det ved vurderingen av om et verdipapir skal tas opp til vurdering skal legges vekt på «foretakets økonomi og andre forhold av betydning for om verdipapiret er egnet for børsnotering», påpeker Kredittilsynet:

«Ordlyden synes bl.a. å tilfredsstillende de krav til nasjonal lovgivning som følger av opptaksdirektivet (Rådskonklusjon 79/279/EØF), som bl.a. forutsetter at det er hjemmel til å avslå en søknad dersom utstederens situasjon etter avgjørelsesmyndighetens oppfatning «er av en slik art at opptaket er i strid med investorenes interesser», jf. direktivets art. 9. Norges EØS-forpliktelse tilsier således et behov for en vid adgang til å bedømme utstederforetakets egnethet i forhold til de krav som stilles til offisiell notering og handel på børs.»

Kredittilsynet foreslår for øvrig at ordlyden endres slik at det i stedet for «verdipapirer» står «omsettelige verdipapirer». Det vises til verdipapirhandelloven § 1-2 annet og tredje ledd som inneholder en legaldefinisjon av dette begrepet.

En tilsvarende endring foreslås av Kredittilsynet i utvalgets forslag om at finansielle instrumenter som ikke er verdipapirer, kan opptas til notering dersom det foreligger en betydelig handel med betryggende kursfastsettelse i den eller de underliggende instrumentene. Også her bør ordlyden i følge Kredittilsynet endres til å henvise til finansielle instrumenter som ikke er omsettelige verdipapirer, jf. begrunnelsen i forrige avsnitt. På den annen side reiser Kredittilsynet spørsmål ved om ikke også denne avgrensningen er for vid sett i forhold til de vilkår for notering som foreslås. Kredittilsynet uttaler i denne forbindelse:

«Iht. legaldefinisjonen i verdipapirhandelloven § 1-2 annet og tredje ledd, vil de ulike typene derivatkontrakter, samt verdipapirfondsandeler og pengemarkedsinstrumenter omfattes. Det er etter Kredittilsynets oppfatning neppe grunnlag for å la denne delen av § 5-6 første ledd omfatte verdipapirfondsandeler og pengemarkedsinstrumenter. Avgrensningen bør således være noe snevrere, og det kan f.eks. henvises til finansielle instrumenter som nevnt i verdipapirhandelloven § 1-2 annet ledd nr. 4 - 7.»

Kredittilsynet bemerker at om deres forslag følges, står en i den situasjon at verdipapirfondsandeler og pengemarkedsinstrumenter verken omfattes av utkastets § 5-6 første ledd, annet eller tredje punktum. Ved eventuelt opptak av slike instrumenter til notering, henvises man til å foreta en vurdering ut fra vilkårene i bestemmelsens første ledd, første punktum. Denne løsningen kan etter Kredittilsynets oppfatning være akseptabel. Det bemerkes at det foreløpig er lite trolig at disse instrumentene vil bli søkt opptatt til offisiell notering og handel over børs.

Oslo Børs viser til forslaget om at opptak til notering av finansielle instrumenter, som ikke er verdipapirer forutsetter at det må foreligge «en betydelig handel med betryggende kursfastsettelse i den eller de underliggende instrumentene». I denne forbindelse uttaler *Oslo Børs* følgende:

«Etter ordlyden kan finansielle instrumenter opptas til børsnotering dersom de «antas egnet for notering og kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning». For opptak til kursnotering av finansielle instrumenter som ikke er verdipapirer skal «det foreligge en betydelig handel med betryggende kursfastsettelse i den eller de underliggende instrumentene».

Lovteksten antas å stenge for at det noteres terminer på et underliggende som først skal noteres på et senere tidspunkt («when issued terminer»). Disse må antas å falle innunder definisjonen av «finansielle instrumenter» som ikke er «omsettelige verdipapirer» etter verdipapirhandeloven § 1-2 annet ledd nr 4.

Det oppstår tidvis et behov for å kunne notere denne type instrumenter. *Oslo Børs* anmoder om at børsloven presiseres til å omfatte også slike instrumenter.

I Sverige ble børsloven endret i 1998 slik at det også kunne opptas opsjoner og terminer dersom «det av ett prospekt [...] fremgår at sådan handel avses ske inom sex månader från offentliggörandet av prospektet».

Ingen av høringsinstansene har merknader til utvalgets forslag om at utsteder som søker børsnotering av omsettelige verdipapirer, må utarbeide prospekt i samsvar med regler utarbeidet av myndighetene og børsen etter lovutkastet § 5-6 tredje ledd og § 5-1 tredje ledd, som skal offentliggjøres før kursnoteringen begynner. Høringsinstansene har heller ikke merknader til forslaget om at Kongen fastsetter nærmere regler om vilkår for å oppta finansielle instrumenter til offisiell notering, herunder om utsteders løpende forpliktelser og om utarbeidelse og offentliggjøring av prospekt eller at børs til utfylling av børsloven med forskrifter skal fastsette regler og forretningsvilkår som regulerer rettigheter og plikter for utsteder av børsnoterte finansielle instrumenter og børsmedlemmer, samt om kursnoteringen og at slike regler kan inneholde nærmere krav til prospekt, herunder at det skal utarbeides prospekt eller annet informasjonsmateriale også ved opptak av finansielle instrumenter som ikke er verdipapirer, jf. §§ 5-1 tredje ledd og 5-6 annet og tredje ledd i utvalgets utkast til børslov.

8.2.10.4 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at det skal være den enkelte børs som beslutter opptak av finansielle instrumenter til notering.

Utvalget har gitt uttrykk for at det foreslår at gjeldende børslovs vilkår for opptak videreføres i den nye loven. Som påpekt av Kredittilsynet er ordlyden imidlertid noe endret i forhold til gjeldende lov. Et vilkår om at de finansielle instrumentene «anses egnet for notering» foreslås i stedet for vilkåret i gjeldende børslov § 4-3 om at instrumentene «antas å ha allmenn interesse». Departementet slutter seg til Kredittilsynets påpeking av at dette i noe større grad overlater til børsens skjønn hvorvidt et finansielt instrument skal tas opp til notering. Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at det fastsettes som vilkår for opptak av finansielle instrumenter til offisiell notering at instru-

mentene anses egnet for notering og kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning, jf. lovforslaget § 5-6 første ledd. Som omtalt under punkt 5.1 foreslår imidlertid departementet at begrepet opptak til offisiell notering erstattes med begrepet opptak til børsnotering.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om å videreføre dagens regel om at det ved avgjørelsen av om et verdipapir skal tas opp til notering og handel på børs skal legges vekt på utstederforetakets økonomi. Som foreslått av utvalget mener departementet at det også skal legges vekt på andre forhold av betydning for om verdipapirene er egnet for børsnotering, men departementet finner det ikke nødvendig å si dette eksplisitt i lovteksten slik som utvalget har foreslått. Det vises til at det i departementets lovforslag heter at det «blant annet» skal legges vekt på utstederforetakets økonomi. Departementet foreslår for øvrig, i tråd med Kredittilsynets høringsuttalelse, at ordet «verdipapirer» i bestemmelsen erstattes med «omsettelige verdipapirer» for å bringe ordlyden mer i overensstemmelse med verdipapirhandeloven § 1-2.

Når det gjelder spørsmålet om vilkår for opptak av finansielle instrumenter som ikke er omsettelige verdipapirer slutter departementet seg til Kredittilsynets vurdering og foreslår at det henvises til finansielle instrumenter som nevnt i annet ledd nr. 4 til 7, jf. lovforslaget § 5-6 første ledd. Denne løsningen innebærer at verdipapirfondsandeler og pengemarkedsinstrumenter verken omfattes av forslaget § 5-6 første ledd tredje eller fjerde punktum. Hvorvidt slike instrumenter skal opptas til notering vil måtte avgjøres etter bestemmelsens første ledd første punktum.

Med hensyn til spørsmålet om det skal være mulig å ta opp til børsnotering terminer på et underliggende som først skal noteres på et senere tidspunkt («when issued terminer»), slutter departementet seg til Oslo Børs' vurdering. Det foreslås at det fastsettes at børsnotering av finansielle instrumenter som nevnt i verdipapirhandeloven § 1-2 annet ledd nr. 4 til 7, kan skje dersom det foreligger en betydelig handel med betryggende kursfastsettelse i det eller de underliggende finansielle instrumentene, eller dersom det av prospekt i henhold til børsloven § 5-6 annet ledd eller verdipapirhandeloven § 5-1 fremgår at slik handel må forventes å skje innen seks måneder fra tidspunktet for offentliggjøring av prospektet, jf. lovforslaget § 5-6 første ledd. Departementet legger til grunn at en adgang til å ta opp slike instrumenter til børsnotering vil kunne lede til en mer riktig verdifastsettelse for de underliggende instrumentene når de tas opp til børsnotering.

Nord Pool har påpekt at slik forslaget er utformet fra utvalgets side synes det som om utsteder må ta initiativ til at finansielle instrumenter som ikke er verdipapirer skal bli tatt opp til notering, jf. § 5-6 første ledd første punktum i utvalgets lovutkast. Derivatinstrumenter har ikke utsteder i tradisjonell forstand. Instrumentene blir tatt opp til notering ut fra ønsker og behov uttrykt av investorer og børsmedlemmer. Departementet har på bakgrunn av Nord Pools høringsuttalelse klargjort i lovteksten at krav om søknad fra utsteder bare gjelder ved opptak av omsettelige verdipapirer, jf. lovforslaget § 5-6 første ledd. For de tilfeller hvor de omsettelige verdipapirene allerede er børsnotert ved annen børs foreslås det at departementet i forskrift skal kunne fastsette unntak fra kravet om søknad fra utsteder.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at utsteder som søker børsnøtering av omsettelige verdipapirer skal utarbeide prospekt i samsvar med regler gitt i forskrift og børsens egne regler og forretningsvilkår som skal offentliggjøres før kursnoteringen begynner, jf. lovforslaget § 5-6 annet ledd.

Departementets slutter seg til utvalgets forslag om at børsen skal kunne bestemme at det skal utarbeides prospekt eller annet informasjonmateriale også ved opptak av finansielle instrumenter som ikke er verdipapirer, jf. lovforslaget § 5-6 annet ledd.

Departementet slutter seg også til utvalgets forslag om at det i forskrift skal kunne fastsettes nærmere regler om vilkår for å oppta finansielle instrumenter til børsnøtering, herunder om utstедers løpende forpliktelser og om utarbeidelse og offentliggjøring av prospekt eller andre opplysninger. Departementet foreslår at hjemmelen til å fastsette slike regler legges til departementet i stedet for til Kongen som foreslått av utvalget. Departementet legger som utvalget til grunn at forskriftene vil måtte oppfylle minimumskravene for opptak til notering i EØS-reglene som svarer til Rdir. 79/279/EØF om samordning av vilkårene for opptak av verdipapirer til offisiell notering på en fondsbørs (opptaksdirektivet) og minimumskravene til prospekt i Rdir. 80/390/EØF om samordning av kravene til utforming, kontroll og spredning av prospekter som skal offentliggjøres i forbindelse med opptak av verdipapirer til offisiell notering på en fondsbørs. Det vises til lovforslaget § 5-6 tredje ledd. Videre legges det til grunn at forskrifter i medhold av denne bestemmelsen må oppfylle forpliktelser i ulike EØS-regler knyttet til plikter som skal legges på selskaper som har utstedt aksjer eller obligasjoner som er opptatt til offisiell notering på en fondsbørs.

Utvalget har vist til at EØS-reglene som svarer til opptaksdirektivet krever at det fastsettes at børs plikter å ha og håndtere regler om verdipapirers frie omsettelighet og likebehandling. Regler om dette er imidlertid ikke inntatt i utvalgets forslag. I gjeldende rett er slike regler inntatt i børsforskriften. Departementet slutter seg til at slike regler fremdeles bør fastsettes i forskrift.

Departementet slutter seg videre til utvalgets forslag om ikke å videreføre bestemmelsen i børsloven § 4-3 annet ledd om at dersom et allmennaksjeselskap har flere aksjeklasser, må søknad om opptak til børsnøtering gjelde alle aksjeklasser, og hver enkelt aksjeklasse må tilfredsstille vilkårene for opptak. Det vises til utvalgets begrunnelse for forslaget som departementet i hovedsak slutter seg til.

8.2.11 Opplysningsplikt for utstedere

8.2.11.1 Gjeldende rett

Utstedere av børsnøterte verdipapirer har en rekke forpliktelser overfor børsen som er regulert i børsloven og i børsforskriften. Sentralt blant disse står informasjonsplikten som grovt sett kan inndeles i tre: løpende informasjon, regnskapsrapportering og krav til prospekt i forbindelse med fusjon og fisjon samt erverv av en viss størrelse.

Hovedregelen om løpende informasjonsplikt følger av børsloven § 4-7. Foretak hvis verdipapirer er notert på børsen, har plikt til å gi børsen opplysninger av betydning for en riktig vurdering av verdipapirene. Bestemmelsen

er gjennom børsforskriften og Børsklagenemndens praksis gitt et mer presist innhold. I henhold til børsforskriften § 5-2 første ledd og § 10-2 første ledd skal selskapet uoppfordret og umiddelbart gi børsen opplysninger, herunder om endringer i forhold som tidligere er meddelt børsen, som må antas å være av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer eller obligasjoner. I tillegg er det enkelte forhold som skal opplyses uansett om opplysningene har betydning for kursen eller ikke. Regler om dette er gitt i børsforskriftens §§ 5-2 annet ledd, 5-3, 5-4, 5-5, 6-3 og 6-4 hvor det er aksjer som er børsnotert, og i §§ 10-2 annet ledd, 10-3, 10-4, 10-6, 10-7 og 10-10 hvor det er obligasjoner som er børsnotert. I børsforskriften §§ 6-3 og 6-4 for aksjer og § 10-10 for obligasjoner er det gitt regler om utstederselskapenes plikt til å offentliggjøre årsregnskap, årsberetning og delårsrapporter.

I spesielle tilfelle og når særlige grunner taler for det, kan det bestemmes at opplysninger etter børsloven § 4-7 bare skal gis til børsstyrets leder, børsdirektøren eller børsdirektørens stedfortreder. Nærmere regler om dette er gitt i børsforskriften § 23-2.

Børsloven § 4-4 fastsetter at det skal gis nærmere regler i børsforskriftene om hvilke opplysninger et selskap plikter å gi i forbindelse med en kapitalforhøyelse og i hvilken form disse skal gis. Slike regler er gitt i børsforskriftens kapittel 18 og kapittel 14 og 15.

Med hjemmel i børsloven § 4-7 er det videre i børsforskriften kapittel 17 og 19 fastsatt krav til prospekt ved henholdsvis fusjoner og fisjoner. I kapittel 19a, er det gitt regler om prospekt hvor et selskap hvis aksjer er børsnotert erverver virksomhet eller eiendel av en viss størrelse eller hvor vederlaget er av en viss størrelse.

8.2.11.2 Utvalgets forslag

Utvalget påpeker at flere EU-direktiver inneholder bestemmelser om informasjonsplikt for børsnoterte foretak. Opptaksdirektivet inneholder krav til løpende informasjonsplikt, mens både halvårsdirektivet (Rdir. 82/121/EØF) og opptaksdirektivet stiller krav til offentliggjøring av regnskaper for foretak som har utstedt børsnoterte verdipapirer. Utvalget påpeker videre at etter børsprospektdirektivet (Rdir. 80/390 EØF), skal medlemsstatene påse at opp- tak til offisiell børsnotering betinges av at det offentliggjøres et prospekt som skal kontrolleres og godkjennes av den myndighet som er utpekt av medlems- staten, jf. artikkel 18 jf. artikkel 3. Minstekrav til regnskapsrapportering følger i følge utvalget av halvårsdirektivet (Rdir. 82/121/EØF). Det vises til nærmere beskrivelse av direktivene i NOU 1999:3 punkt 2.3 og punkt 12.2.3 og 12.2.4.

Utvalget foreslår at utsteder av børsnoterte finansielle instrumenter skal innsende til børsen og offentliggjøre opplysninger av betydning for en riktig vurdering av de finansielle instrumentene etter nærmere regler fastsatt av Kongen.

Minstekravet for utstederens informasjonsplikt etter opptaksdirektivet er ifølge utvalget at det skal gis opplysninger som gjelder «vesentlige forhold av betydning innenfor dets virksomhetsområde, forhold som ikke er kjent for offentligheten, og som på grunn av sin innvirkning på selskapets aktiva og pas- siva, dets økonomiske stilling eller dets virksomhet generelt kan føre til bety-

delige kurssvingninger for selskapets aksjer», jf. opptaksdirektivet oversikt C nr. 5a.

Utvalget viser til at i gjeldende rett er kravet etter børsforskriften og børsklagenemndens praksis knyttet til «opplysninger [...] som må antas å være av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer», jf. børsforskriften § 5-2 første ledd. Også for noterte obligasjoner er informasjonsplikten i følge utvalget formulert annerledes i børsforskriften enn i opptaksdirektivet, jf. børsforskriften § 10-2 første ledd og opptaksdirektivet oversikt D nr. 4. Utvalget påpeker i denne forbindelse at det fremgår uttrykkelig av direktivet at medlemsstatene med enkelte unntak kan stille strengere krav.

Om det nærmere innholdet i informasjonsplikten og hvilke krav som må fremgå av forskriften om denne, uttaler utvalget (NOU 1999:3 side 214):

«Forpliktelsene vil blant annet omfatte plikt til å offentliggjøre opplysninger av betydning for en riktig vurdering av verdipapirene, samt minstekrav til årsregnskap og delårsrapporter. Forskrifter om dette vil måtte oppfylle ovennevnte direktivkrav, og vil for øvrig kunne fastlegge unntak fra informasjonsplikten og gi børsen adgang til å dispensere fra denne i enkelttilfeller, jf også gjeldende børslov § 4-7 annet punktum og børsforskriften § 23-2 tredje ledd, jf nærmere omtale i kapittel 9.10. Utover det minimum som fastsettes i forskrift vil den enkelte børs kunne stille ytterligere betingelser i sine vilkår så lenge lov og forskrift ikke forhindrer dette. For utstedernes informasjonsplikt foreslås at det gis hjemmel til å fastsette nærmere regler i forskrift. Det vises til lovutkastet § 5-7 første ledd. Unntak fra informasjonsplikten kan inntas i forskriften i den utstrekning dette er i samsvar med de ovennevnte krav etter EØS-direktivene.

Utvalget foreslår for øvrig en videreføring av børsens hjemmel etter børsloven § 4-8 til å kreve at utstedere samt deres ansatte, uten hinder av taushetsplikt, skal gi slike opplysninger som er nødvendig for at børsen kan oppfylle sine plikter etter børsloven og annen lovgivning, jf. utvalgets lovutkast § 5-7 tredje ledd. Utvalget foreslår at det presiseres at plikten også gjelder utstederes tillitsvalgte.

8.2.11.3 Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet støtter utvalgets forslag til bestemmelse om utsteders opplysningsplikt, med de presiseringer og endringer som foreslås i forhold til gjeldende rett. Den foreslåtte presiseringen i bestemmelsens tredje ledd om at opplysningsplikten overfor børs også gjelder for tillitsvalgte i utstederforetakene synes, etter Kredittilsynets oppfatning, hensiktsmessig.

8.2.11.4 Departementets vurdering

Departementet legger som utvalget til grunn at bestemmelsene om utsteders forpliktelser i børslov med forskrifter, som i gjeldende rett, må være i overensstemmelse med krav til utsteders informasjonsplikt i EØS-reglene som svarer til opptaksdirektivet (Rdir. 79/279/EØF) og halvårsrapportdirektivet (Rdir. 82/121/EØF), samt Rdir. 89/298/EØF om samordning av kravene til utforming, kontroll og spredning av det prospekt som skal offentliggjøres når verdipapirene legges ut til offentlig tegning, som kommer til anvendelse både ved noterte og unoterte verdipapirer.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at utsteder skal offentliggjøre og innsende til børsen opplysninger av betydning for en riktig vurdering av de finansielle instrumentene etter nærmere regler gitt i forskrift. Bestemmelsen er en videreføring av gjeldende rett og går lenger enn de minimumskrav til utsteders opplysningsplikt som følger av opptaksdirektivet. Departementet anser det som hensiktsmessig at forskriftskompetansen legges til departementet i stedet for til Kongen, som foreslått av utvalget. Det vises til lovforslaget § 5-7.

Det vil måtte gis nærmere regler både om utsteders løpende informasjonsplikt, plikt til regnskapsrapportering og plikt til å utarbeide prospekt. Videre vil den enkelte børs kunne oppstille ytterligere krav på dette området, jf. lovforslaget § 5-1 tredje ledd. Som utvalget legger departementet til grunn at det vil kunne fastsettes unntak fra informasjonsplikten i den grad dette er i samsvar med de ovennevnte krav etter EØS-regelverket.

For de tilfeller der de omsettelige verdipapirene allerede er børsnotert ved annen børs foreslås det at departementet i forskrift skal kunne fastsette unntak fra reglene om utsteders opplysningsplikt, jf. lovforslaget § 5-6 tredje ledd.

Utvalget har foreslått at det fastsettes i børsloven at utsteder periodevis skal innsende til børsen og offentliggjøre årsregnskap og regnskapsopplysninger etter nærmere regler fastsatt av Kongen. Departementet mener at det neppe er behov for å fastsette nærmere regler om regnskapsrapportering direkte i loven. Det vises til at det i tråd med utvalgets forslag ikke foreslås innført nærmere regler om løpende informasjonsplikt og plikt til å utarbeide prospekt i loveteksten. Det foreslås således at denne formuleringen utgår.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om å videreføre dagens regel om at børs kan kreve at utstedere, samt deres ansatte, uten hinder av taushetsplikt, skal gi slike opplysninger som er nødvendig for at børsen kan oppfylle sine plikter etter loven og annen lovgivning. Det foreslås enkelte tekniske endringer i forhold til utvalgets forslag. Utvalget har for ordens skyld foreslått presisert at plikten også gjelder utsteders tillitsvalgte. Departementet slutter seg til utvalgets forslag.

8.2.12 Strykning fra børsnotering

8.2.12.1 Gjeldende rett

Børsloven § 4-10 fastsetter at børsstyret kan vedta at et finansielt instrument skal strykes fra børsnotering hvis det finansielle instrumentet ikke lenger tilfredsstiller vilkårene for opptak eller hvis særlige grunner for øvrig tilsier det. Et børsnotert allmennaksjeselskap kan søke børsstyret om at dets aksjer blir strøket fra kursnoteringene hvis generalforsamlingen i selskapet har besluttet dette med flertall som for vedtektsendringer jf. allmennaksjeloven § 5-18 første ledd. Treffer børsstyret vedtak om strykning etter søknad fra selskapet treffes vedtak etter de vanlige flertallsregler. Strykkes instrumentene uten søknad, må minst 2/3 av samtlige av børsstyrets medlemmer stemme for strykning for at vedtaket skal være gyldig. Børsstyrets vedtak om strykning skal straks offentliggjøres. Av bestemmelsens fjerde ledd følger det at nærmere regler om strykning av finansielle instrumenter fra kursnoteringene kan fastsettes i børsforskriften. Slike regler er gitt i børsforskriftens § 25-2 og § 25-3. Sistnevnte bestemmelse regulerer midlertidig strykning.

8.2.12.2 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår en videreføring av dagens regel om at børsen kan vedta at et finansielt instrument skal strykes fra børsnotering hvis det ikke lenger tilfredsstiller vilkårene for opptak eller hvis særlige grunner for øvrig tilsier det. Som for opptak antar utvalget at det er hensiktsmessig at børser selv kan fastsette nærmere vilkår og regler innenfor rammene av hovedprinsippene fastsatt i loven, med de mer detaljerte kravene etter opptaksdirektivet og børsprospektdirektivet fastlagt i forskrift.

Videre foreslår utvalget at et børsnotert aksjeselskap, som i dag, skal kunne søke børsen om at dets aksjer blir strøket fra kursnoteringene hvis generalforsamlingen i selskapet har besluttet dette med flertall som for vedtektsendringer. Utvalget legger til grunn at bestemmelsen også gir grunnlag for nærmere regulering av såkalt midlertidig strykning. Den nærmere regulering av prosedyre og vilkår for strykning fra børsnotering, forutsettes fastsatt av børsen i henhold til lovutkastet § 5-1 tredje ledd.

I sin nærmere omtale av forslaget uttaler utvalget (NOU 1999:3 side 218):

«I enkelte av de direktiver som er nevnt ovenfor i kapittel 20.4.7, er det forutsatt at den myndighet som forvalter regelverket er tillagt nødvendige fullmakter til å utføre sine oppgaver. Det vises til opptaksdirektivet artikkel 9 nr. 2 og investeringstjenestedirektivet artikkel 27.

Utvalget anser det som viktig at en børs har effektive virkemidler til å forhindre og forebygge opptreden som er i strid med regelverket. Den enkelte børs bør selv tillegges en skjønnsmessig mulighet til å anvende slike sanksjoner ut fra børsens eget behov for tillit i markedet, og sine forpliktelser etter lov. Dersom det i praksis viser seg at en børs ikke håndhever det regelverk den er tillagt etter loven, vil tilsynsmyndigheten måtte vurdere å treffe tiltak enten direkte overfor markedsaktørene, eller overfor den enkelte børs.»

8.2.12.3 Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet er enig i at det fortsatt bør være børsen som avgjør hvorvidt finansielle instrumenter skal strykes fra notering, og at det derfor er hensiktsmessig at børsen gis adgang til å foreta strykning dersom vilkårene for opptak ikke lenger er oppfylt eller dersom særlige grunner tilsier det.

Kredittilsynet påpeker at lovutvalget har valgt ikke å videreføre kravet til offentliggjøring av vedtak om strykning som følger av gjeldende børslov § 4-10 tredje ledd, uten at dette er nærmere kommentert. Kredittilsynet legger til grunn at avgjørelser om strykning må meddeles markedet umiddelbart. Dette følger blant annet av kravet til likebehandling av aktører og gjennomsiktighet i markedet. Kredittilsynet mener det er en fordel at det fremgår direkte av lovbestemmelsen at avgjørelsen må offentliggjøres straks, og foreslår således at gjeldende børslov § 4-10 tredje ledd, videreføres.

Kredittilsynet påpeker at utvalget ikke har foreslått noen videreføring forskriftshjemmelen i § 4-10 fjerde ledd og at dette ikke er nærmere kommentert fra utvalgets side. Kredittilsynet foreslår at denne forskriftshjemmelen videreføres og viser blant annet til behovet for å presisere bestemmelsens innhold etter mønster av de nevnte bestemmelser i børsforskriften og i forhold til opptaksdirektivets bestemmelser om strykning.

8.2.12.4 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om å videreføre gjeldende regel om at børs kan vedta at et finansielt instrument skal strykes fra børsnotering hvis det ikke lenger tilfredsstillende vilkårene for opptak eller hvis særlige grunner for øvrig tilsier det, jf. lovforslaget § 5-8 første ledd. Som utvalget anser departementet at børs med hjemmel i denne bestemmelsen også vil kunne vedta midlertidig strykning av de finansielle instrumentene.

Departementet slutter seg også til forslaget om å videreføre gjeldende bestemmelse i børsloven § 4-10 om at et aksjeselskap kan søke børsen om strykning. Regelen foreslås gjort generell slik at utsteder av børsnoterte omsettelige verdipapirer kan søke om at instrumentene blir strøket fra notering. Bestemmelsen om at søknad om at aksjer skal strykes fra notering bare kan fremmes dersom generalforsamlingen i utstederselskapet har besluttet dette med flertall som for vedtektsendringer, foreslås også videreført. En lignende regel foreslås for grunnfondsbevis. Det foreslås at søknad om at grunnfondsbevis skal strykes fra børsnotering bare skal kunne fremmes dersom forstandskapet i sparebanken har besluttet dette etter reglene for vedtektsendring. Det vises til lovforslaget § 5-8.

Kredittilsynet mener at bestemmelsen om at vedtak om strykning straks skal offentliggjøres bør videreføres. Departementet viser til den foreslåtte bestemmelse om at børsvirksomhet skal drives med tilbørlig hensyn til prinsipper om effektivitet, nøytralitet og likebehandling av aktører, samt for å sikre at markedet er gjennomsiktig og at kursnoteringen gjenspeiler de noterte instrumentenes markedsverdi. Departementet legger til grunn at det følger av denne bestemmelsen at vedtak om strykning skal straks meddeles markedet, og finner på denne bakgrunn ikke grunn til å foreslå en særskilt regel om offentliggjøring.

Departementet slutter seg til Kredittilsynets forslag om å videreføre en regel om at myndighetene i forskrift kan gi nærmere regler om strykning av finansielle instrumenter. Forskriftskompetansen foreslås lagt til departementet. Det vises til lovforslaget § 5-8 fjerde ledd. Ved fastsettelse av nærmere regler i forskrift vil departementet måtte se hen til regler om strykning i EØS-reglene som svarer til opptakdirektivet.

8.2.13 Suspensjon

8.2.13.1 Gjeldende rett

Børsloven § 4-11 fastsetter at hvis særlige grunner tilsier det, kan børsstyret vedta suspensjon av notering og handel vedrørende et børsnotert finansielt instrument. I tilfelle hvor børsstyrets vedtak ikke kan avvertes uten skadevirkninger, kan børsdirektøren treffe slikt vedtak. I så fall skal børsstyret snarest mulig ta stilling til om suspensjonen skal opprettholdes. Børsen skal straks offentliggjøre vedtak om suspensjon og om opphør av suspensjon. Suspensjonen må ikke vare lenger enn påkrevet og ikke i noe tilfelle utover 21 dager. Børsstyrets vedtak om suspensjon kan ikke påklages. Nærmere regler om suspensjon er gitt i børsforskriften § 25-1 og § 12-4. Av § 12-4 følger det at dersom finansielle instrumenter er suspendert fra kursnotering, kan børsmedlemmer ikke motta ordre, handle, tegne eller medvirke til handel med eller tegning av disse instrumentene. Avtaler som er inngått før suspensjonstids-

punktet og hvor prisen er fastsatt, kan likevel gjennomføres i henhold til bestemmelsens annet punktum.

Av verdipapirhandelloven § 9-4 annet ledd følger det at et verdipapirforetak ikke kan utføre investeringstjenester som nevnt i verdipapirhandelloven § 1-2 første ledd nr. 1 til 3 i et finansielt instrument som er suspendert fra kursnotering på børs. Avtaler som er inngått før suspensjonstidspunktet og hvor prisen er fastsatt kan imidlertid også etter verdipapirhandelloven § 9-4 annet ledd gjennomføres.

8.2.13.2 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår en videreføring av dagens regel om at børsen skal kunne suspendere et finansielt instrument fra notering og handel dersom særlige grunner tilsier det. Som for opptak og strykning antar utvalget at det er hensiktsmessig at børsene selv kan fastsette nærmere vilkår og regler innenfor rammene av hovedprinsippene fastsatt i loven, med de mer detaljerte kravene etter opptaksdirektivet og børsprospektdirektivet fastlagt i forskrift.

Utvalget foreslår videre at det som i gjeldende rett fastsettes at suspensjonen ikke kan vare lenger enn nødvendig, og uansett ikke utover 21 dager. Det presiseres i denne forbindelse at 21 dager skal forstås som 21 kalenderdager. Bestemmelsen om at vedtak om suspensjon ikke kan påklages foreslås også videreført.

8.2.13.3 Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet støtter i hovedsak utvalgets forslag til regler om suspensjon av finansielle instrumenter. Kredittilsynet uttaler i denne forbindelse:

«Det typiske grunnlaget for suspensjon er at det foreligger fare for skjev informasjonstilgang i markedet ved ulike begivenheter som f.eks. oppkjøp, fusjoner eller «profit warnings». De underliggende forhold som frembringer fare for skjev informasjonstilgang kan således være ulike. Dette tilsier at de lovmessige krav som stilles til suspensjon må være relativt vide. Utvalget har i så måte foreslått at suspensjon kan foretas dersom særlige grunner tilsier det. Hva som kreves for at det foreligger særlige grunner er ikke spesifisert. Som innvending til en slik ordlyd kan det sies at den i liten grad sikrer forutberegnelighet for utstedere og investorer, idet det overlates til børsens skjønn å avgjøre hvorvidt det foreligger særlige grunner. Kredittilsynet mener likevel at det er viktig å beholde suspensjon som et fleksibelt virkemiddel som kan iverksettes av den enkelte børs. Det er i denne sammenheng viktig å poengtere at suspensjon ikke er et sanksjonsmiddel, men et virkemiddel som kan forhindre uønskede konsekvenser av skjev informasjonstilgang i markedet. Fornuftig bruk av suspensjonsadgangen kan bl.a. virke preventivt i forhold til uønsket atferd i markedet, som f.eks. ulovlig innsidehandel.»

Kredittilsynet påpeker at lovutvalget har valgt ikke å videreføre bestemmelsen i gjeldende børslov § 4-11 som fastsetter at børsen straks skal offentliggjøre vedtak om suspensjon og om opphør av suspensjon. Kredittilsynet uttaler i denne forbindelse:

«Dette er ikke nærmere begrunnet fra utvalgets side. Kredittilsynet legger til grunn av avgjørelser om strykning må meddeles markedet

umiddelbart. Dette følger bl.a. av kravet til likebehandling av aktører og gjennomsiktighet i markedet. Kredittilsynet mener likevel det er en fordel at det fremgår direkte av lovbestemmelsen at avgjørelsen må offentliggjøres straks, og foreslår således at gjeldende børslovs § 4-11 første ledd siste punktum videreføres.»

Kredittilsynet foreslår dessuten en videreføring av dagens regel om at det kan fastsettes nærmere regler om suspensjon i børsforskriften. Kredittilsynet uttaler i denne forbindelse:

«Etter Kredittilsynets oppfatning bør hjemmelen til å fastsette nærmere regler i forskrift videreføres. Det vil også etter den nye børsloven være hensiktsmessig å kunne regulere bl.a. virkningene av en suspensjon nærmere.»

Videre anfører Kredittilsynet at tilsynsmyndighetene, dvs. Kredittilsynet, bør gis en særskilt hjemmel til å suspendere finansielle instrumenter fra notering dersom hensynet til utsteder, investorer eller markedet for finansielle instrumentet tilsier det. Kredittilsynet uttaler om dette:

«I tilknytning til utkastets § 5-9 kan det videre reises spørsmål om tilsynsmyndigheten bør kunne suspendere dersom børsen ikke fatter vedtak om suspensjon. Som utvalget påpeker på s. 125 i innstillingen, har den svenske Finansinspektionen kompetanse til å beslutte suspensjon av et finansielt instrument dersom allmennheten ikke har tilgang til informasjon på like vilkår, og børsen unnlater å suspendere. Kredittilsynet mener en tilsvarende kompetanse bør tillegges tilsynsmyndigheten etter den nye børsloven. Ettersom det ikke foreslås at den norske tilsynsmyndigheten skal ha noen generell instruksjonsmyndighet over børsen, vil slik kompetanse forutsette at det inntas en særskilt hjemmel i børsloven som sikrer tilsynsmyndigheten den nødvendige kompetanse. Det presiseres at det primært bør være børsens ansvar å vurdere om behovet for suspensjon er til stede. Kredittilsynets adgang til å suspendere må således avgrenses til de tilfeller hvor børsen unnlater å gjøre det, og hvor hensynet til utsteder, investorer eller markedet som helhet tilsier suspensjon.»

Også *Norges Bank* gir uttrykk for at Kredittilsynet bør gis mulighet til å suspendere finansielle instrumenter når forholdene i markedet tilsier det og børsen har unnlatt å gjøre dette.

8.2.13.4 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om å videreføre regelen om at børs kan suspendere et finansielt instrument fra børsnotering dersom særlige grunner tilsier det, jf. lovforslaget § 5-9.

Videre slutter departementet seg til utvalgets forslag om å videreføre regelen om at suspensjonen ikke kan vare lenger enn nødvendig, og uansett ikke utover 21 dager.

Departementet slutter seg også til utvalgets forslag om å videreføre den gjeldende regel om at vedtak om suspensjon ikke kan påklages.

Kredittilsynet har foreslått å videreføre gjeldende regel om at vedtak om suspensjon straks skal offentliggjøres. Departementet finner, som for strykning, ikke tilstrekkelig grunn til å foreslå en slik regel. Det vises til begrunnelsen under punkt 8.2.12.

Departementet slutter seg til Kredittilsynets forslag om å videreføre gjeldende bestemmelse om at myndighetene i forskrift kan gi nærmere regler om suspensjon av finansielle instrumenter. Forskriftskompetansen foreslås lagt til departementet.

Departementet finner imidlertid ikke å kunne slutte seg til forslaget fra Kredittilsynet og Norges Bank om at Kredittilsynet bør gis en særskilt hjemmel til å suspendere finansielle instrumenter fra børsnotering. Det vises til at dette er en oppgave som hører inn under kjerneområdet for børsens virksomhet, nemlig å organisere kursnoteringene. Departementet anser at denne kompetansen utelukkende bør ligge til børsen.

8.2.14 Stans av handel og notering

8.2.14.1 Gjeldende rett

Børsloven § 4-12 fastsetter at Kongen i ekstraordinære situasjoner kan vedta at all handel og notering ved børsen skal suspenderes. Såvidt mulig skal børsstyrets uttalelse innhentes før beslutning fattes. I tilfelle hvor Kongens vedtak ikke kan avventes, kan børsstyret treffe slik avgjørelse om suspensjon av handel og notering. Det er ikke gitt nærmere regler om dette i børsforskriften.

8.2.14.2 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår at Kongen i ekstraordinære situasjoner fortsatt skal kunne vedta at all handel og notering ved børsen skal suspenderes. Såvidt mulig skal børsens og Kredittilsynets uttalelse innhentes før beslutning fattes. I tilfelle hvor Kongens vedtak ikke kan avventes, foreslår utvalget at Kredittilsynet eller børsen skal kunne treffe slik avgjørelse.

Utvalget foreslår videre at børsens regler og forretningsvilkår skal kunne inneholde regler om avbrudd i kursnoteringen eller andre tiltak ved store kursbevegelser eller annen unormal kursutvikling i ett, flere eller samtlige noterte finansielle instrumenter. Utvalget uttaler i denne forbindelse (NOU 1999:3 side 263):

«Bestemmelsens annet ledd er ny og åpner for at børsens regler og forretningsvilkår kan inneholde regler om avbrudd i kursnoteringen eller andre tiltak ved store kursbevegelser, unormal kursutvikling i ett, flere eller samtlige noterte finansielle instrumenter. Det kan stilles spørsmål om bestemmelsen er strengt nødvendig ved siden av utkastet § 5-1 tredje ledd, men utvalget har likevel funnet det hensiktsmessig å klargjøre at børsen har slik hjemmel ved siden av bestemmelsene om suspensjon. Behovet for slike avbrudd i noteringen som nevnt i bestemmelsen er særlig knyttet til øket automatisering av handelen, som blant annet kan føre til at store kursbevegelser forsterkes av programmerte handler. I Oslo Børs» gjeldende handelsregler for egenkapitalinstrumenter inneholder hjemmel for å beslutte at automatisk slutning av ordre skal opphøre ved store kursbevegelser.»

8.2.14.3 Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet finner det hensiktsmessig at det foreligger en lovhjemlet adgang til å suspendere all handel og notering i ekstraordinære situasjoner. Kredittilsynet støtter videre forslaget om at det fortsatt bør være Kongen som fatter en

slik avgjørelse, etter innhenting av uttalelser fra børsen og Kredittilsynet dersom dette er mulig. Det vises til at suspensjon av all handel og notering er et meget inngripende tiltak overfor investorer som har beholdninger av børsnoterte aksjer, idet tidligere likvide midler gjøres illikvide.

Kredittilsynet anser det hensiktsmessig at også Kredittilsynet eller børsen har hjemmel til å treffe en slik suspensjonsavgjørelse dersom Kongens vedtak ikke kan avventes. Kredittilsynet uttaler i denne forbindelse:

«Det bør i bestemmelsen muligens gis uttrykk for en prioritering mellom hhv. Kredittilsynets og børsens avgjørelse, slik at det fortrinnsvis er tilsynsmyndigheten som avgjør spørsmål om stengning dersom Kongens vedtak ikke kan avventes.

Kredittilsynet foreslår derfor at det fastsettes at i tilfelle hvor Kongens vedtak ikke kan avventes, kan Kredittilsynet treffe slik avgjørelse. Dersom Kredittilsynets vedtak ikke kan avventes, kan børsen treffe slik avgjørelse.

Kredittilsynet slutter seg til utvalgets vurdering om at det er hensiktsmessig å foreta en presisering av at børsens regler og forretningsvilkår skal kunne inneholde regler om avbrudd i kursnoteringen eller andre tiltak ved store kursendringer, unormal kursutvikling i ett, flere eller samtlige noterte finansielle instrumenter. Kredittilsynet uttaler:

«Som utvalget selv påpeker, er bestemmelsen muligens overflødig, idet utkastets § 5-1 tredje ledd vil være en tilstrekkelig hjemmel også uten denne presiseringen. Kredittilsynet deler utvalgets syn om at det er hensiktsmessig å foreta en slik presisering i utkastets § 5-10, annet ledd. Det bør imidlertid kommenteres at presiseringen ikke må brukes til antitetisk tolkning av §§ 5-3 til 5-9, idet børsens interne regler også kan inneholde nærmere regler om forhold som reguleres i disse bestemmelsene (selv om dette ikke er uttrykt som i § 5-10, annet ledd).»

8.2.14.4 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om å videreføre gjeldende regel om at det i ekstraordinære situasjoner kan vedtas at all notering og handel ved børs skal stanses. Departementet foreslår at kompetansen til å treffe slikt vedtak legges til departementet. Det vises blant annet til at det kan være nødvendig å treffe et slikt vedtak svært raskt, noe som tilsier at det vil være upraktisk å være avhengig av en beslutning i statsråd.

I Ot.prp. nr. 83 (1986-87) er det på side 108 uttalt at § 4-12 har karakter av en beredskaps- og krisefullmakt. På denne bakgrunn antar departementet at det vil være mest aktuelt at et vedtak i tilfelle vil omfatte alle børser i Norge. Slik bestemmelsen er utformet i § 5-10 i departementets forslag er imidlertid ikke ordlyden til hinder for at et vedtak kan omfatte bare en av flere børser.

Som utvalget foreslår departementet at det fastsettes at børsens og Kredittilsynets uttalelse så vidt mulig skal innhentes før vedtak treffes. Videre slutter departementet seg til utvalgets forslag om at dersom departementets vedtak ikke kan avventes, kan Kredittilsynet eller den enkelte børs treffe slikt vedtak. Det vises til at det i slike ekstraordinære situasjoner vil være av betydning at vedtaket treffes raskt. I tråd med Kredittilsynets høringsuttalelse foreslås det at det fastsettes at dersom departementets vedtak ikke kan avventes, kan Kre-

dittilsynet treffe slik avgjørelse og videre at dersom Kredittilsynets vedtak ikke kan forventes, kan børs treffe slik avgjørelse.

Utvalget har foreslått å fastsette særskilt at børs regler og forretningsvilkår etter § 5-1 tredje ledd kan inneholde regler om avbrudd i kursnoteringen eller andre tiltak ved store kursbevegelser, unormal kursutvikling i ett, flere eller samtlige noterte finansielle instrumenter. Departementet anser en slik regel for overflødig i forhold til bestemmelsen i lovforslaget § 5-1 tredje ledd, og foreslår at den sløyfes.

8.2.15 Overtredelsesgebyr for foretak med børsnoterte finansielle instrumenter og børsmedlemmer

8.2.15.1 Gjeldende rett

Børsloven § 6-3 fastsetter at ved brudd på denne lov eller børsforskriftene kan børsstyret etter nærmere regler i børsforskriftene vedta å pålegge det børsnoterte selskapet å betale et overtredelsesgebyr til børsen på inntil 10 ganger årlig kursnoteringsavgift. Av bestemmelsens annet punktum følger at også børsmedlemmer og børsrepresentanter kan ilegges slikt overtredelsesgebyr. Det følger av bestemmelsens siste punktum at Kongen fastsetter overtredelsesgebyrets øvre grense for børsmedlem og børsrepresentant.

I børsforskriften § 25-5 og § 25-8 er det gitt nærmere regler om overtredelsesgebyr for foretak med børsnoterte finansielle instrumenter og børsmedlem. I § 25-9 fjerde ledd er det fastsatt at reglene i § 25-8 om overtredelsesgebyr gjelder tilsvarende for børsrepresentanter og noen som er autorisert til å delta i kursnoteringen, som opptrer i strid med bestemmelser i børsloven eller børsforskriften.

8.2.15.2 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår at gjeldende rett videreføres.

I utredningen punkt 21.2 drøfter utvalget lovligheten av at børser kan ilegge overtredelsesgebyr ved omdanning til aksjeselskap med forretningsmessig formål. Det følger av utvalgets drøftelse at det ikke finner Grunnloven § 96 å være til hinder for en slik ordning.

Utvalget legger til grunn at overtredelsesgebyr vil kunne anvendes ved brudd på børsens regelverk enten regelverket tjener til oppfyllelse av lov (eller direktiver), eller stiller krav utover dette. Det vises til at det for verdipapirmarkedet må være hensiktsmessig at børser har effektive virkemidler for håndhevelse av sitt regelverk, uten at konsekvensene er så store som ved strykning av instrumenter eller eksklusjon av børsmedlemmer. Kun for de aller groveste tilfellene må det i følge utvalget antas å være aktuelt med straff. Etter utvalgets syn må disse hensyn gjelde selv om børsen etter eventuell omdannelse vil få et mindre offentligrettslig preg. Det vises til at for en børs som drives etter forretningsmessige prinsipper vil markedsaktørenes tillit være viktig. Det må derfor legges til grunn at børsen anvender sin sanksjonsmyndighet i tråd med formålet. Videre vises det til at alle sider av børsens vedtak om overtredelsesgebyr etter forslaget vil kunne prøves av Børsklagenemnden. Klagenemnden vil således kunne nedsette gebyrer, og vil også kunne oppheve ilagte gebyrer

selv om det for så vidt foreligger overtredelser, men hvor klagenemnden likevel ikke anser at det bør ilegges gebyr.

I begrunnelse for forslaget viser utvalget også til opptaksdirektivet artikkel 9 nr. 2 og ISD artikkel 27 hvor det er forutsatt at den myndighet som forvalter regelverket er tillagt nødvendige fullmakter til å utføre sine oppgaver.

Videre skriver utvalget (NOU 1999:3 side 218):

«Utvalget anser det som viktig at en børs har effektive virkemidler til å forhindre og forebygge opptreden som er i strid med regelverket. Den enkelte børs bør selv tillegges en skjønnsmessig mulighet til å anvende slike sanksjoner ut fra børsens eget behov for tillit i markedet, og sine forpliktelser etter lov. Dersom det i praksis viser seg at en børs ikke håndhever det regelverk den er tillagt etter loven, vil tilsynsmyndigheten måtte vurdere å treffe tiltak enten direkte overfor markedsaktørene, eller overfor den enkelte børs.»

I motsetning til gjeldende børslov § 6-3 foreslår ikke utvalget å lovfeste maksimalgrensen for overtredelsesgebyr for utstedere til «inntil 10 ganger årlig kursnoteringsavgift». Utvalget uttaler i denne forbindelse (NOU 1999:3 side 264):

«Utvalget tilsikter med dette likevel ingen endring av rettstilstanden, men forutsetter at tilsvarende grense kan og vil fastsettes i de forskrifter som gis av Kongen etter bestemmelsen. Imidlertid anser utvalget det som mindre hensiktsmessig at loven skal knytte maksimalgrensen til «årlig kursnoteringsavgift», da både eksisterende børs og nye børs kan tenkes å få en annen avgiftsstruktur eller -modell i forhold til utstedere enn dagens ordning. I så fall kan Kongen i forskrift fastsette tilsvarende grenser relatert til de konkrete løsninger som velges.»

8.2.15.3 Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet støtter utvalgets forslag å videreføre gjeldende bestemmelser om børs adgang til å ilegge sanksjoner overfor børsmedlemmer. I denne forbindelse uttaler Kredittilsynet blant annet:

«Muligheten til å ilegge overtredelsesgebyr og løpende mulkt er etter Kredittilsynets oppfatning et viktig virkemiddel for effektiv håndheving av børsloven og forskrifter gitt i medhold av loven, i tillegg til de straffesanksjonene som kan idømmes i medhold av utkastets § 9-1. Løsningen åpner for at de mindre alvorlige overtredelsene kan sanksjoneres av børsen, med klageadgang til klagenemnden. Straffesanksjoner vil være særlig aktuelt for de mer alvorlige tilfellene.»

Ingen andre høringsinstanser har hatt kommentarer til denne delen av utvalgets forslag.

8.2.15.4 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om å videreføre gjeldende regel om at børs, ved brudd på børsloven eller forskrifter gitt i medhold av denne, etter nærmere regler i forskrift, kan pålegge utsteder av børsnoterte finansielle instrumenter eller børsmedlemmer å betale et overtredelsesgebyr til børsen. Departementet foreslår at forskriftskompetansen legges til departementet. Etter departementets oppfatning bør adgangen til å ilegge overtredelses-

gebyr utvides til også å gjelde ved vesentlige brudd på børsens egne regler og forretningsvilkår, fastsatt i medhold av børsloven med forskrifter. Det vises i denne forbindelse til at en rekke av de forhold som i dag er regulert i børsforskriften, hvor overtredelsene kan medføre at det ilegges overtredelsesgebyr etter gjeldende rett, i forslaget er forutsatt regulert i børsens egne regler og forretningsvilkår. Departementet mener det er viktig at børsen har effektive sanksjoner også ved brudd på slike regler. Departementet finner at en slik regel ikke vil være betenkelig, og viser til at reglene og forretningsvilkårene vil være underlagt Kredittilsynets tilsyn i medhold av § 5-1 tredje ledd jf. nærmere omtale av dette under punkt 8.1.1. Det vises også til at myndighetene etter forslaget skal kunne gi nærmere regler om ileggelse av overtredelsesgebyr, jf. omtale nedenfor.

Departementet slutter seg videre til utvalgets forslag om at myndighetene skal kunne fastsette overtredelsesgebyrets øverste grense. Departementet anser at forskriftshjemmelen bør utvides noe i forhold til utvalgets forslag. Det foreslås at det på samme måte som i bestemmelsene om strykning og suspensjon fastsettes at departementet kan gi nærmere regler om ileggelse av overtredelsesgebyr. Departementet anser at det blant annet kan være aktuelt å gi nærmere regler om offentliggjøring av vedtaket og om overtredelsesgebyrenes størrelse. Slike regler er i dag gitt i børsforskriften § 25-5 og § 25-8. Som utvalget anser departementet det for overflødig å fastsette en maksimalgrense for overtredelsesgebyr i børsloven. Dette anses heller ikke hensiktsmessig på grunn av eventuelle behov for inflasjonsjustering. Slike regler kan fastsettes i forskrift.

8.2.16 Løpende mulkt for utsteder og børsmedlem

8.2.16.1 Gjeldende rett

Børsloven § 6-2 fastsetter at børsstyret kan pålegge et foretak eller en person som ikke oppfyller sin opplysningsplikt etter børslovens § 4-7 eller § 4-8, en daglig, løpende mulkt, inntil opplysningsplikten er oppfylt. Pålegg om mulkt er tvangsgrunnlag for utlegg. Bestemmelsen åpner for at det i børsforskriften fastsettes bestemmelser om mulktens størrelse, de nærmere vilkår for ileggelse av mulkt, hel eller delvis ettergivelse av ilagt mulkt m.m.

Nærmere regler om løpende daglig mulkt for utsteder av børsnoterte finansielle instrumenter og børsmedlem er gitt i børsforskriften § 25-4 og § 25-7.

8.2.16.2 Utvalgets forslag

Utvalget går inn for at dagens regel om løpende mulkt videreføres. Det foreslås at det fastsettes at børs kan pålegge et foretak eller en person som ikke oppfyller sin opplysningsplikt etter børsloven § 5-4 femte ledd eller § 5-7, en daglig, løpende mulkt, inntil opplysningsplikten er oppfylt. Videre foreslås det som i gjeldende rett at pålegg om mulkt skal være tvangsgrunnlag for utlegg. Utvalget foreslår videre at Kongen på samme måte som i gjeldende rett gis hjemmel til å fastsette bestemmelser om mulktens størrelse, de nærmere vilkår for ileggelse av mulkt, hel eller delvis ettergivelse av ilagt mulkt m.m.

I begrunnelse for forslaget viser utvalget til opptaksdirektivet artikkel 9 nr. 2 og ISD artikkel 27 hvor det er forutsatt at den myndighet som forvalter regel-

verket er tillagt nødvendige fullmakter til å utføre sine oppgaver. Videre skriver utvalget:

«Utvalget anser det som viktig at en børs har effektive virkemidler til å forhindre og forebygge opptreden som er i strid med regelverket. Den enkelte børs bør selv tillegges en skjønnsmessig mulighet til å anvende slike sanksjoner ut fra børsens eget behov for tillit i markedet, og sine forpliktelser etter lov. Dersom det i praksis viser seg at en børs ikke håndhever det regelverk den er tillagt etter loven, vil tilsynsmyndigheten måtte vurdere å treffe tiltak enten direkte overfor markedsaktørene, eller overfor den enkelte børs.»

8.2.16.3 Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet støtter utvalgets forslag om videreføring av gjeldende bestemmelse om at børs kan pålegge et foretak eller person som ikke oppfyller sin opplysningsplikt etter børsloven en daglig løpende mulkt, inntil opplysningsplikten er oppfylt. I denne forbindelse uttaler *Kredittilsynet* blant annet:

«Muligheten til å ilegge overtredelsesgebyr og løpende mulkt er etter *Kredittilsynets* oppfatning et viktig virkemiddel for effektiv håndheving av børsloven og forskrifter gitt i medhold av loven, i tillegg til de straffesanksjonene som kan idømmes i medhold av utkastets § 9-1. Løsningen åpner for at de mindre alvorlige overtredelsene kan sanksjoneres av børsen, med klageadgang til klagenemnden. Straffesanksjoner vil være særlig aktuelt for de mer alvorlige tilfellene.»

Kredittilsynet foreslår at ordlyden i utkastets § 5-13 endres slik at det klart fremgår at løpende mulkt også kan ilegges foretak eller person som misligholder sin opplysningsplikt etter forskrifter gitt i medhold av loven § 5-7.

8.2.16.4 Departementets vurdering

Departementet slutter seg med enkelte presiseringer til utvalgets forslag om å videreføre bestemmelsen i gjeldende lov om at børs kan pålegge et foretak eller en person som ikke oppfyller sin opplysningsplikt etter børsloven, en daglig løpende mulkt, inntil opplysningsplikten er oppfylt. Som *Kredittilsynet* anser departementet at det bør presiseres i bestemmelsen at adgangen til å ilegge mulkt også gjelder ved overtredelse av forskrifter i medhold av børsloven.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om en videreføring av regelen om at pålegg om mulkt er tvangsgrunnlag for utlegg.

Videre slutter departementet seg til utvalgets forslag om at myndighetene skal kunne gi nærmere regler om ileggelse av løpende mulkt, herunder mulktens størrelse, de nærmere vilkår for ileggelse av mulkt m.m. Departementet anser imidlertid at det er tilstrekkelig at det fastsettes i børsloven at det kan gis nærmere regler om ileggelse av løpende mulkt. Forskriftskompetansen foreslås lagt til departementet i stedet for Kongen.

8.2.17 Forhøyelse av aksjekapitalen - § 4-4 første ledd i børsloven av 1988*8.2.17.1 Gjeldende rett*

Børsloven § 4-4 første ledd fastsetter at ved forhøyelse av aksjekapitalen i et børsnotert allmennaksjeselskap skal den nye aksjekapitalen tas opp til børsnotering når det fra selskapet foreligger skriftlig bekreftelse om at kapitalforhøyelsen er registrert i Foretaksregisteret og de nye aksjene er registrert i Verdi-papirsentralen.

8.2.17.2 Utvalgets forslag

Utvalget har ikke funnet grunn til å videreføre denne regelen. Utvalget begrunner forslaget med at en slik lovbestemmelse ikke er nødvendig eller hensiktsmessig i en ny lov, og at den heller ikke hensyntar avvikende løsninger for utenlandske aksjeselskaper. Utvalget legger til grunn at den enkelte børs er nærmest til selv å regulere dette i sine standardvilkår.

8.2.17.3 Høringsinstansenes merknader

Ingen av høringsinstansene har hatt merknader til forslaget

8.2.17.4 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om ikke å videreføre regelen i gjeldende børslov § 4-4 første ledd. Departementet viser til utvalgets begrunnelse for forslaget som departementet i hovedsak finner å kunne slutte seg til.

8.2.18 Begrensninger i styrets handlefrihet i en overtagelsessituasjon - § 4-9 i børsloven av 1988*8.2.18.1 Gjeldende rett*

Børsloven § 4-9 fastsetter at styret i et børsnotert allmennaksjeselskap som befinner seg i en overtagelsessituasjon, ikke kan foreta en rettet emisjon til en eller flere bestemt angitte personer eller foretak på grunnlag av en fullmakt fra generalforsamlingen etter reglene i allmennaksjeloven § 10-14, med mindre fullmakten går ut på dette. Kongen kan gi regler i børsforskriftene om når et aksjeselskap skal anses for å være i en overtagelsessituasjon etter denne bestemmelse.

8.2.18.2 Utvalgets forslag

Utvalget har ikke funnet grunn til å videreføre bestemmelsene, og uttaler i denne forbindelse (NOU 1999:3 side 215):

«Det vises til at verdipapirhandelloven § 4-17 nå inneholder visse begrensninger i selskapets handlefrihet når det foreligger overtakelsestilbud, som er mer vidtgående enn børsloven § 4-9. Riktignok gjelder børsloven § 4-9 også ved frivillige tilbud, mens verdipapirhandelloven § 4-17 bare gjelder ved tilbud som følge av at tilbudsplikten er utløst. Det fremgår av forarbeidene til verdipapirhandelloven § 4-17 at det i høringsrunden ble reist forslag om at bestemmelsene også burde gjelde ved frivillige tilbud, uten at dette ble fulgt opp, jf Ot prp nr 29 (1996-97) side 83 første spalte.»

8.2.18.3 Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet er enig i at gjeldende børslov § 4-9 ikke bør videreføres ettersom verdipapirhandeloven § 4-17 nå regulerer de samme forhold.

Oslo Børs anfører i sitt brev av januar 2000 at bestemmelsen bør videreføres, eventuelt også flyttes til verdipapirhandeloven. *Oslo Børs* begrunner sitt syn på følgende måte:

«Bestemmelsen gir begrensninger i et børsnotert foretaks styres bruk av fullmakt til å utstede nye aksjer, når selskapet befinner seg i en overtagessituasjon. Bare hvis fullmakten går ut på at den skal kunne anvendes i en slik situasjon kan styret selv utstede nye aksjer. Styret må ellers innkalle til ekstraordinær generalforsamling. Bestemmelsen hindrer at en fullmakt som kan være gitt med en helt annen situasjon for øyet, blir benyttet som et ledd i en kamp om selskapet, uten at et tilstrekkelig flertall av aksjonærene ønsker dette, jf NOU 1985:33 s 118 og Ot prp nr 83 (1986-87) s 106.

Også verdipapirhandeloven § 4-17 inneholder begrensninger i hvilke forsvarstiltak styret og daglig leder kan foreta uten generalforsamlingens samtykke. Denne bestemmelsen gjelder imidlertid bare når det er utløst pliktig tilbud, og ikke ved andre overtakelsestilbud. I praksis foretas de langt fleste selskapsovertagelser som frivillige tilbud som altså ikke omfattes av reglene for pliktig tilbud. Dette skyldes gjerne at det bare i frivillige tilbud kan oppstilles betingelser f eks om at tilbyder oppnår en viss prosentandel av aksjene i selskapet. Tilbudsplikt utløses først når noen er blitt eier av mer enn 40 % av de stemmeberettigede aksjene i et selskap, jf verdipapirhandeloven § 4-1. Når det frivillige tilbudet er gjennomført og betingelsen om akseptgrad oppnådd må tilbyder fremme pliktig tilbud uten betingelser, jf verdipapirhandeloven § 4-1 siste ledd og § 4-10 tredje ledd. Den beskyttelse verdipapirhandeloven § 4-17 gir aksjonærene i målselskapet, vil altså bare gjelde i et mindretall av de selskapsovertagelser som finner sted. *Oslo Børs* mener derfor børsloven § 4-9 fyller et svært viktig formål.

For ordens skyld nevnes at det foreliggende utkast til EUs 13. selskapsrettsdirektiv om selskapsovertagelser inneholder bestemmelser som vil kreve slike restriksjoner også ved frivillige tilbud. Etter hva børsen er kjent med skal det nå endelig være politisk enighet om direktivutkastet slik at det nå kan ventes fremmet for Rådet. I det siste utkastet som er av 21. juni 1999 fremgår minstekravene til regler for begrensning av styrets handlefrihet av art 8 nr 1 a) og 2.

De fleste land det er naturlig å sammenligne seg med har uttrykkelig regulering av ledelsens muligheter for å iverksette forsvarstiltak som kan få innflytelse på utfallet av et overtakelsestilbud.»

Oslo Børs mener på denne bakgrunn det vil være unaturlig å redusere aksjonærenes beskyttelse ytterligere ved å oppheve børsloven § 4-9. Dette gjelder særlig når det må ventes nye direktivkrav på området. Bestemmelsen hører etter *Oslo Børs* syn naturlig hjemme i verdipapirhandeloven, og da gjennom en endring i § 4-17 første ledd nr. 1, samt henvisning fra § 4-18 til den nye bestemmelsen.

8.2.18.4 Departementets vurdering

Departementet viser til at spørsmålet om å la verdipapirhandeloven § 4-17 også få anvendelse for frivillige tilbud ble vurdert i Ot.prp. nr. 29 (1996-97), jf.

avsnitt 9.2.1.5 på side 83. Dette ble ikke foreslått. Det ble samtidig heller ikke gjort endringer i børsloven § 4-9 første ledd.

Som påpekt av Børslovutvalget får bestemmelsen i verdipapirhandelloven kun anvendelse ved pliktige tilbud. Oslo Børs har vist til at de langt fleste selskapsovertagelser foretas som frivillige tilbud, og at børsloven § 4-9 fyller et svært viktig formål. Departementet viser til det foreliggende utkast til 13. selskapsdirektiv om selskapsovertagelser som vil kreve lignende restriksjoner også ved frivillige tilbud. Det må antas at direktivforslaget blir vedtatt, og at tilsvarende regler vil bli tatt inn i EØS-avtalen. På denne bakgrunn mener departementet at bestemmelsen i § 4-9 bør videreføres. Det vises til lovforslaget § 5-15.

8.3 Virksomhetsregler for autorisert markedsplass

8.3.1 Innledning

Det er ikke gitt regler om autoriserte markedsplasser i gjeldende børslov. Av verdipapirhandelloven § 1-7 følger det imidlertid at departementet kan fastsette at bestemmelser i verdipapirhandelloven som gjelder børsnoterte finansielle instrumenter, helt eller delvis skal gjelde tilsvarende for finansielle instrumenter som noteres på eller omsettes i annet regulert marked som nevnt i lovens § 1-3. I henhold til § 1-3 er et regulert marked i lovens forstand et marked som fungerer regelmessig, som reguleres av bestemmelser gitt eller godkjent av myndighetene om vilkårene for hvordan markedet skal virke, herunder vilkår for adgang til markedet, vilkår for opptak til kursnotering og vilkår for at et finansielt instrument kan omsettes på markedet. Markedet må videre reguleres av krav til rapportering og åpenhet. Verdipapirhandelloven åpner altså for regulering av markedsplasser som ikke er børs. Hjemmelen i verdipapirhandelloven § 1-7 til å gi regler for slike markeder er ikke benyttet. Det vises for øvrig til departementets forslag til endringer i verdipapirhandelloven på dette punkt som er nærmere omtalt under punkt 5.1.

I verdipapirhandelloven er det fastsatt regler som kommer til anvendelse for foretak som yter investeringstjenester. Begrepet investeringstjenester er definert i verdipapirhandelloven § 1-2 første ledd. Som investeringstjenester etter denne bestemmelsen anses blant annet mottak og formidling av ordre på vegne av investor i forbindelse med finansielle instrumenter, samt markedsføring av finansielle instrumenter, dersom tjenestene ytes på forretningsmessig basis. Drift av markedsplass for finansielle instrumenter vil således kunne omfattes av verdipapirhandellovens bestemmelser.

På bakgrunn av at gjeldende rett ikke har regler om autoriserte markedsplasser vil det i de påfølgende punkter ikke bli gitt noen ytterligere redegjørelse for gjeldende rett.

8.3.2 Virksomhet som autorisert markedsplass og tilknyttet virksomhet

8.3.2.1 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår i utkastets § 6-1 første ledd en bestemmelse om at foretak med konsesjon som autorisert markedsplass etter børsloven skal drive virksomhet som autorisert markedsplass som beskrevet i lovutkastet § 1-3 annet ledd. Av utkastet til § 1-3 fremgår at virksomhet som autorisert markedsplass

er virksomhet som består i å organisere eller drive marked for finansielle instrumenter der det legges til rette for handel ved regelmessig og offentlig kursnotering av finansielle instrumenter. Definisjonen av autorisert markedsplass skiller seg fra definisjon av børsvirksomhet ved at den ikke omfatter det å oppta finansielle instrumenter til offisiell notering. Av utkastets § 6-1 syvende ledd følger det at Kongen skal kunne gi nærmere bestemmelser til utfylling av bestemmelsene i denne paragraf.

Utvalget foreslår videre at autorisert markedsplass i tillegg til virksomhet som markedsplass bare skal kunne drive annen virksomhet som har naturlig sammenheng med denne virksomheten. I denne forbindelse uttaler utvalget (NOU 1999:3 side 232):

«Utvalget har vurdert om det skal fastsettes virksomhetsbegrensninger for autoriserte markedsplasser. Hensynet til markedsplassens integritet og risikoforhold kan tilsi en slik begrensning. Som for eierbegrensningsregler må man imidlertid se hen til at en slik regulering, dersom virksomheten ikke er konsesjonspliktig, kan medføre at foretak velger å drive virksomheten uten konsesjon. Under utvalgets forutsetning om at virksomheten er konsesjonspliktig som verdipapirforetak, vil imidlertid verdipapirhandelens virksomhetsbegrensningsregler i § 8-3 komme til anvendelse.

Etter utvalgets syn må ikke virksomhetsbegrensningsreglene rekke lengre enn det som skal til for å sikre tilliten fra markedsakttørene, slik at utstedere og investorer velger å benytte markedsplassen. Som for verdipapirforetak og børser foreslås at autoriserte markedsplasser, i tillegg til virksomhet som markedsplass, bare skal kunne drive annen virksomhet som har naturlig sammenheng med virksomheten som autorisert markedsplass, jf. lovutkastet § 6-2.»

Utvalget legger til grunn at den konkrete avgrensingen vil måtte vurderes i det enkelte tilfellet. Utvalget gir imidlertid uttrykk for at en autorisert markedsplass som utgangspunkt ikke bør kunne drive tradisjonell meglervirksomhet, herunder der foretaket selv driver egenhandel i de instrumenter som er notert på markedsplassen. I denne forbindelse uttaler utvalget (NOU 1999:3 side 232):

«Slik virksomhet vil kunne undergrave den forutsetning om integritet og tillit som må ligge til grunn for virksomheten på markedsplassen og omfanget av dette må eventuelt vurderes konkret. Etter omstendighetene kan myndighetene gi tillatelse til slik virksomhet i eget foretak.»

Dersom en børs ønsker å drive en autorisert markedsplass ved siden av virksomheten som børs, legger utvalget til grunn at regelverket ikke bør være til hinder for dette. Denne virksomheten bør imidlertid etter utvalgets oppfatning drives i et eget selskap. Utvalget viser til at man ved dette blant annet oppnår at kostnads- og inntektsstrømmene isoleres fra børsvirksomheten. Dette klargjør i følge utvalget skillet mellom virksomhetene, også i forhold til risiko.

Utvalget foreslår at Kongen i tvilstilfelle skal avgjøre hvorvidt lovens krav om at virksomheten henger naturlig sammen med virksomheten som autorisert markedsplass er oppfylt. Videre foreslår utvalget at Kredittilsynet skal kunne kreve at tilknyttet virksomhet skilles ut i eget datterforetak, dersom blant annet risikoforhold, fare for interessekonflikter eller tilsynsmessige hensyn tilsier dette.

8.3.2.2 Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet er enig i at autorisert markedsplass skal drive med organisering eller drift av et marked med offentlig kursnotering av finansielle instrumenter, og at dette forutsetningsvis skal være foretakets hovedvirksomhet. Kredittilsynet mener imidlertid at dette fremgår klart av lovutkastets § 2-1, jf. § 1-3, i sammenheng med § 6-2. Utkastets § 6-1 første ledd bør derfor etter Kredittilsynets syn utgå.

Med hensyn til utvalgets forslag vedrørende virksomhetsbegrensninger for autorisert markedsplass, viser Kredittilsynet til at utvalget har lagt til grunn at tradisjonell megling ikke vil kunne drives av en autorisert markedsplass, herunder egenhandel i de instrumentene som er notert på markedsplassen. Kredittilsynet uttaler i denne forbindelse:

«Dette tilsvarer vel i hovedsak virksomhet som er konsesjonspliktig i henhold til verdipapirhandelloven § 1-2 første ledd nr. 1 og 2. Kredittilsynet forstår imidlertid utvalget dithen at det i prinsippet skal være mulig for en autorisert markedsplass å yte tjenester som er konsesjonspliktige i henhold til lov om verdipapirhandel.

Det er noe uklart om utvalget mener at virksomhet som faller innenfor vphl § 1-2 første ledd nr. 1 og 2 er tilknyttet eller ikke. Kredittilsynet legger imidlertid til grunn, ut fra utvalgets uttalelser i kap. 22.6, at utvalget prinsipielt sett er av den oppfatning at slik virksomhet vil være tilknyttet virksomhet, men at hensynet til integritet og tillit tilsier at slik virksomhet ikke bør omfatte instrumenter som er notert på markedsplassen. Det er fra utvalgets side antatt at myndighetene etter omstendighetene kan gi tillatelse til at slik virksomhet drives i eget foretak.. Etter forslaget vil imidlertid foretaket, dersom virksomheten anses som *tilknyttet*, ha krav på å få utføre denne. Den eneste foreslåtte begrensningen er muligheten til å kreve utskillelse i eget foretak.»

Kredittilsynet er enig i at ulike investeringstjenester som omfattes av verdipapirhandelloven § 1-2, og også tilknyttede tjenester i henhold til verdipapirhandelloven § 8-1, i utgangspunktet må kunne anses som tilknyttet virksomhet. Kredittilsynet uttaler i denne forbindelse:

«Dette vil bero på arten og omfanget av virksomheten ved markedsplassen og på hvilke investeringstjenester det i tilfelle dreier seg om. Det vises for øvrig til utvalgets uttalelser i kap. 19.2, hvor det fremgår at oppgaver tilknyttet andre ledd i verdipapirkjeden vil måtte anses som tilknyttet virksomhet i forhold til børsvirksomhet.»

I den utstrekning en autorisert markedsplass skulle ønske å tilby tjenester som er konsesjonspliktige i henhold til lov om verdipapirhandel, legger Kredittilsynet til grunn at det også må søkes konsesjon etter verdipapirhandelloven. Kredittilsynet er av den oppfatning at bestemmelsene om tilknyttet virksomhet prinsipielt ikke stenger for muligheten til å inneha konsesjon etter begge lover, og at dette i tilfelle bør komme klarere til uttrykk i lovteksten eller i motivene.

Når det gjelder utvalgets uttalelse om at drift av tradisjonell meglervirksomhet «vil kunne undergrave den forutsetning om integritet og tillit som må ligge til grunn for virksomheten på markedsplassen og omfanget av dette må eventuelt vurderes konkret », samt at myndighetene etter omstendighetene må kunne «gi tillatelse til slik virksomhet i eget foretak», påpeker Kredittilsynet at foretaket, dersom virksomheten anses som tilknyttet, etter utvalgets for-

slag vil ha krav på å få utføre denne og at den eneste foreslåtte begrensning er muligheten til å kreve utskillelse i eget foretak. Kredittilsynet foreslår som for børs at det oppstilles som vilkår for å kunne drive tilknyttet virksomhet, det være seg i selskapet eller i datterselskap, at slik virksomhet ikke representerer en svekkelse av tilliten til den autoriserte markedsplassens integritet og nøytralitet. Kredittilsynet påpeker at det ved anvendelsen av et slikt vilkår vil være uproblematisk å vurdere dette i forhold til den organisering foretaket velger, herunder opprettelse av egne avdelinger eller datterselskaper, styringsmodeller, internkontroll mv.

Kredittilsynet foreslår videre at bestemmelsen om annen virksomhet skilles ut som en egen paragraf, da den innholdsmessig skiller seg fra den øvrige delen av bestemmelsen, samt at tilsvarende regel for børs er gitt i en egen bestemmelse.

8.3.2.3 Departementets vurdering

Departementet er enig med utvalget i at autorisert markedsplass skal drive virksomhet som autorisert markedsplass slik dette er definert i børsloven, men anser det overflødig å lovfeste dette. Det vises blant annet til at tillatelse som autorisert markedsplass kan kalles tilbake dersom foretaket har opphørt å drive virksomhet som autorisert markedsplass i mer enn seks måneder, jf. lovforslaget § 2-3 annet ledd bokstav a).

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at autorisert markedsplass i tillegg til virksomhet som markedsplass bare skal kunne drive annen virksomhet som har naturlig sammenheng med denne virksomheten og at Kredittilsynet skal kunne pålegge den autoriserte markedsplassen å drive den tilknyttede virksomheten i eget foretak. Som sagt i tilknytning til den tilsvarende bestemmelsen for børs anser departementet at spørsmålet om hva som henger naturlig sammen med virksomhet som autorisert markedsplass ikke bør vurderes en gang for alle. Departementet legger til grunn at begrepet bør være fleksibelt og kunne utvikles i takt med endrede bransje- og konkurransemessige forhold.

Kredittilsynet har foreslått at det oppstilles som et tilleggsvilkår for at en autorisert markedsplass kan drive tilknyttet virksomhet, at virksomheten ikke representerer en svekkelse av tilliten til markedsplassens uavhengighet og integritet. Tilsvarende regel er i tråd med Kredittilsynets høringsuttalelse foreslått for børs, jf. lovforslaget § 5-2. Departementet slutter seg til Kredittilsynets forslag også når det gjelder autorisert markedsplass. Det vises til begrunnelsen for den tilsvarende regel for børs, jf. punkt 8.2.1 om børsvirksomhet og tilknyttet virksomhet. De samme hensyn gjør seg gjeldende når det gjelder en autorisert markedsplass adgang til å drive tilknyttet virksomhet.

Departementet slutter seg videre til utvalgets forslag om at myndighetene i tvilstilfelle avgjør om virksomheten har naturlig sammenheng med virksomheten som autorisert markedsplass. Myndigheten foreslås imidlertid lagt til departementet. Departementets kompetanse vil som for børs også omfatte det å avgjøre om driften svekker tilliten til den autoriserte markedsplassens integritet og uavhengighet.

Departementet legger til grunn at vurderingen av om virksomhet som henger naturlig sammen med virksomheten som autorisert markedsplass

skal kreves utskilt i eget foretak må skje på bakgrunn av de samme hensyn som vurderingen av hvilken tilknyttet virksomhet som kan drives i samme foretak som børsvirksomhet. Det vises til det som er sagt av utvalget om begrunnelsen for virksomhetsbegrensninger i NOU 1999:3 på side 206, samt til punkt 8.2.1 foran.

Utvalget har tatt opp spørsmålet om autorisert markedsplass skal kunne drive tradisjonell meglervirksomhet. Når det gjelder dette og øvrige spørsmål knyttet til hvilke typer tilknyttet virksomhet en autorisert markedsplass kan drive, vises det til omtale av tilsvarende spørsmål for børs, jf. punkt 8.2.1 ovenfor. Etter departementets oppfatning er det i utgangspunktet ikke grunn til å forskjellsbehandle børs og autorisert markedsplass når det gjelder spørsmålet om i hvilken grad foretaket også skal kunne drive annen virksomhet enten i samme foretak som markedsplassvirksomheten eller i eget foretak. Spørsmålet vil imidlertid både for børs og autorisert markedsplass avhenge av en konkret vurdering, der blant annet virksomhetens omfang og betydning må tillegges vekt. Det antas at dette etter omstendighetene vil kunne føre til at den konkrete vurderingen vil kunne falle ulikt ut for de ulike virksomhetstypene.

Som for børs foreslår departementet at dersom en organisert markedsplass driver oppgjørsvirksomhet etter verdipapirhandelloven kapittel 6, må virksomheten drives i eget foretak. Videre foreslås det på samme måte som for børs at departementet i forskrift eller enkeltvedtak skal kunne gjøre unntak fra dette. Det vises til omtalen av den tilsvarende bestemmelse for børs under punkt 8.2.1 som bakgrunn for forslaget.

8.3.3 Generelle krav av skjønnsmessig karakter til virksomheten

8.3.3.1 Utvalgets forslag

Som for børs foreslår utvalget at det i tillegg til de spesifikke krav til markedsplassens virksomhet tas inn mer skjønnsmessige retningslinjer for virksomheten, jf. utvalgets lovutkast § 6-1. Retningslinjene foreslås på samme måte som for børs, formulert som et krav om at virksomheten drives i samsvar med lovens formål og med tilbørlig hensyn til prinsipper om effektivitet, nøytralitet, likebehandling av aktører og god gjennomsiktighet i markedet, samt for å sikre at kursnoteringene gjenspeiler de noterte instrumentenes markedsverdi. I omtalen av det tilsvarende forslaget for børs har utvalget gitt uttrykk for at det antar at det kan styrke etterlevelsen av slike prinsipper dersom de er lovfestet og ikke bare angitt i forarbeidene som hensyn og målsetninger bak de mer konkrete og detaljerte regler om børsers organisering, myndighet og oppgaver.

I lovutkastet § 6-1 syvende ledd har utvalget foreslått en bestemmelse om at Kongen kan gi nærmere regler til utfylling av bestemmelsene i § 6-1.

8.3.3.2 Høringsinstansenes merknader

Ingen av høringsinstansene har hatt merknader til utvalgets forslag på dette punkt.

Kredittilsynet har imidlertid omtalt utvalgets forslag til tilsvarende regel for børs og sluttet seg til utvalgets forslag. Det vises til omtalen av Kredittilsynets

høringsuttalelse under punkt 8.2.2 som må antas å ha relevans også for reguleringen av autoriserte markedsplasser.

8.3.3.3 *Departementets vurdering*

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at det i tillegg til konkrete krav til hvordan virksomhet som autorisert markedsplass skal utøves, fastsettes generelle skjønnsmessige krav til virksomheten. Henvisningen til lovens formål er imidlertid etter departementets oppfatning overflødig. Det foreslås at det fastsettes at virksomheten skal drives med tilbørlig hensyn til prinsipper om effektivitet, nøytralitet og likebehandling av aktører, samt for å sikre at markedet har god gjennomsiktighet og at kursnoteringen gjenspeiler de noterte instrumentenes markedsverdi, jf. lovforslaget § 6-4 første ledd. Bestemmelsen tilsvarende lovforslaget § 5-1 første ledd for børs.

Departementet finner imidlertid ikke å kunne slutte seg til utvalgets forslag om en hjemmel for departementet til å gi nærmere regler til utfylling av bestemmelsen. Slik hjemmel er ikke foreslått i tilknytning til børs, og departementet kan ikke se at det er større behov for en slik hjemmel i tilknytning til autoriserte markedsplasser.

8.3.4 **Krav til nødvendige systemer til bruk i virksomheten**

8.3.4.1 *Utvalgets forslag*

Utvalget tar utgangspunkt i at for å kunne drive en forsvarlig markedsplassvirksomhet, må markedsplassen ha tilstrekkelige tekniske systemer. Det vises til at det for børs er foreslått et krav om at børs skal ha nødvendige systemer for gjennomføring av handel, kursnoteringer, gjennomsiktighet og informasjonsgivning, i forhold til den måten virksomheten er organisert på. Utvalget legger til grunn at tilsvarende bør gjelde for autoriserte markedsplasser.

Utvalget foreslår videre en bestemmelse om at Kongen kan gi nærmere regler til utfylling av bestemmelsen.

8.3.4.2 *Høringsinstansenes merknader*

Kredittilsynet har i tilknytning til det tilsvarende forslaget for børs sagt seg enig i at det stilles krav til den tekniske infrastrukturen for børs. Videre har *Kredittilsynet* foreslått at det stilles krav til at børs har nødvendige tekniske systemer for markedsovervåking. Det vises til nærmere omtale av *Kredittilsynets* forslag under punkt 8.2.3 om krav til nødvendige systemer til bruk i virksomheten for børs. Tilsvarende krav bør ifølge *Kredittilsynet* stilles til autoriserte markedsplasser. Ingen av de øvrige høringsinstansene har hatt merknader til dette punkt i utvalgets forslag.

8.3.4.3 *Departementets vurdering*

Departementets slutter seg med visse tekniske endringer til utvalgets forslag om at det fastsettes i børsloven at autoriserte markedsplasser skal ha de systemer for gjennomføring av handel, kursnoteringer, gjennomsiktighet og informasjonsgivning som er nødvendig i forhold til den måten virksomheten er organisert på, jf. lovforslaget § 6-4 annet ledd. Departementet slutter seg

videre til Kredittilsynets forslag om at det i tillegg til krav om systemer for gjennomføring av handel, kursnoteringer, gjennomsiktighet og informasjonsgivning, stilles krav til at børser har de nødvendige systemer for gjennomføring av markedsovervåking. Bestemmelsen tilsvarer § 5-1 annet ledd for børs.

Departementet finner ikke å kunne slutte seg til utvalgets forslag om en hjemmel for departementet til å gi nærmere regler til utfylling av bestemmelsen. Slik hjemmel er ikke foreslått i tilknytning til børs, og departementet kan ikke se at det er større behov for en slik hjemmel i tilknytning til autoriserte markedsplasser.

8.3.5 Nærmere regler for drift av autorisert markedsplass - innledning

8.3.5.1 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår at det i børslovens kapittel om autoriserte markedsplasser inntas en bestemmelse som fastsetter at en rekke av reglene for børs i lovens kapittel 3, 4 og 5 kommer tilsvarende til anvendelse for autoriserte markedsplasser. Nærmere omtale av de ulike bestemmelsenes anvendelse for autoriserte markedsplasser, er inntatt i punktene nedenfor.

Videre foreslår utvalget at det fastsettes at Kongen kan fastsette nærmere regler for organiseringen av autoriserte markedsplassers virksomhet til utfylling og avgrensning av bestemmelsene i loven her samt om slike markedsplassers overvåking av markedet. Det er i tillegg foreslått en forskriftshjemmel vedrørende autoriserte markedsplassers krav på å få opplysninger fra verdipapirsentral og oppgjørssentral.

8.3.5.2 Høringsinstansenes merknader

Norges Bank gir i sin høringsuttalelse uttrykk for at en autorisert markedsplass etter formålet ikke bør underlegges like strenge regulatoriske krav som en børs.

Næringslivets Hovedorganisasjon anfører på den annen side at aktørenes behov for tillit, blant annet gjennom nøytralitet, likebehandling, gjennomsiktighet og kursnoteringer som gjenspeiler aktuell markedspris, vil være de samme for autorisert markedsplass som for børs.

Kredittilsynet anfører at enkelte av virksomhetsreglene mv. som er foreslått gjort gjeldende kun for børs, også bør gjøres gjeldende for autoriserte markedsplasser. Kredittilsynet uttaler blant annet i denne forbindelse:

«I utgangspunktet mener Kredittilsynet det bør særlige grunner til at det nedfelles ulike rammevilkår for autoriserte markedsplasser og verdipapirforetak, gitt at foretakene står fritt til å velge organisasjonsform. Kredittilsynet mener imidlertid at godkjenningen som «regulert marked» bør tilsi at reguleringen av virksomheten som utøves av de autoriserte markedsplassene går noe lenger enn utvalget har foreslått.

[...]

Ved vurdering av hvilke virksomhetsregler som bør gjelde for autoriserte markedsplasser, mener Kredittilsynet det er av avgjørende betydning at regelverket sikrer slike markedsplasser en høy grad av tillit blant utstederne og investorene.»

8.3.5.3 *Departementets vurdering*

Departementet slutter seg til utvalgets forslag til lovteknisk løsning. Departementet anser det som hensiktsmessig at det henvises til de ulike bestemmelsene for børs som skal komme tilsvarende til anvendelse for autoriserte markedsplasser, i stedet for at det utformes tilsvarende bestemmelser for autoriserte markedsplasser. Det vises til lovforslaget § 6-8 første ledd.

Departementet slutter seg også til utvalgets forslag om at det i forskrift skal kunne fastsettes nærmere regler for organiseringen av autoriserte markedsplassers virksomhet. En slik forskriftshjemmel må anses særlig hensiktsmessig på bakgrunn av at den foreslåtte reguleringen av autoriserte markedsplasser er ny. Det kan derfor være et særlig behov for å vurdere de enkelte bestemmelsers anvendelse for autoriserte markedsplasser nærmere etter at loven har trådt i kraft. Det foreslås at det presiseres i lovteksten at slike regler skal kunne utfylle, supplere eller avvike fra regler gitt i eller i medhold av denne lov. Det vises til lovforslaget § 6-8 annet ledd.

Hensynet til investorene tilsier isolert sett at reglene for autoriserte markedsplasser ikke i for stor grad fraviker fra reglene for børs. Et relativt omfattende regelverk for autoriserte markedsplasser vil også kunne fremme tilliten til markedsplassen og derigjennom kunne bedre kapitaltilgangen for de utstedere som ikke oppfyller vilkårene for å bli tatt opp til notering og handel på børs, men som kan tas opp til notering og handel på en autorisert markedsplass. Også hensynet til konkurranse mellom børs og autorisert markedsplass tilsier at reglene for autoriserte markedsplasser ikke i for stor grad fraviker fra reglene for børs. Etableringen av alternative markedsplasser som nyter tillit fra investorer og andre aktuelle aktører vil kunne bli viktige konkurrenter for eventuelle børser som dermed får et incentiv til å utvikle virksomheten ytterligere. Samtidig er hensikten med å åpne for autoriserte markedsplasser å legge til rette for et alternativ til børs. Reguleringen bør derfor ikke være så omfattende at dette formålet ikke oppnås. I de påfølgende kapitler drøftes hvilke regler for børs som skal gis tilsvarende anvendelse for autoriserte markedsplasser. Under punkt 8.3.14 om innsiddehandel og kursmanipulasjon og punkt 8.3.15 om tilbudsplikt og flagging mv. drøftes hvorvidt atferdsreglene i verdipapirhandelloven, som får anvendelse i tilknytning til børsnoterte finansielle instrumenter, skal gis tilsvarende anvendelse for finansielle instrumenter som er tatt opp til notering og handel på autorisert markedsplass.

Kredittilsynet har påpekt at siden foretakene etter utvalgets forslag står fritt til å velge mellom å søke konsesjon som autorisert markedsplass eller som verdipapirforetak bør det særlige grunner til for å underlegge autoriserte markedsplasser andre rammevilkår enn verdipapirforetak. På bakgrunn av at departementet anser at verdipapirhandelloven ikke er tilstrekkelig som rammeverk for den virksomhet som drives av autoriserte markedsplasser, og at departementet foreslår at slik virksomhet underlegges konsesjonsplikt, finner departementet ikke å kunne slutter seg til Kredittilsynets uttalelse på dette punkt.

8.3.6 Taushetsplikt

8.3.6.1 Utvalgets forslag

Utvalget har foreslått at bestemmelsen om taushetsplikt for ansatte, tillitsvalgte og revisor ved børs gis tilsvarende anvendelse for autoriserte markedsplasser.

8.3.6.2 Høringsinstansenes merknader

Ingen av høringsinstansene har hatt merknader til utvalgets forslag på dette punkt.

8.3.6.3 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at bestemmelsen om taushetsplikt for ansatte, tillitsvalgte og revisor ved børs gis tilsvarende anvendelse for autoriserte markedsplasser, jf. lovforslaget § 6-8 jf. § 3-6. Det vises til omtale av den tilsvarende regelen for børs i punkt 8.2.4.

8.3.7 Habilitetsregler

8.3.7.1 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår at habilitetsregelen i § 3-10 i utvalgets lovutkast gis tilsvarende anvendelse for autoriserte markedsplasser.

8.3.7.2 Høringsinstansenes merknader

Ingen av høringsinstansene har hatt merknader til utvalgets forslag på dette punkt.

8.3.7.3 Departementets vurdering

Departementet slutter seg utvalgets forslag om at bestemmelsen om habilitet for tillitsvalgte og ansatte ved børs gis tilsvarende anvendelse for autoriserte markedsplasser, jf. lovforslaget § 6-8, jf. § 3-7.

8.3.8 Eie av finansielle instrumenter m.m.

8.3.8.1 Utvalgets forslag

Utvalget har i § 3-11 første ledd i sitt lovutkast foreslått at børs ikke skal kunne eie finansielle instrumenter som er notert på vedkommende børs, eller rettigheter til slike, med unntak av obligasjoner og sertifikater utstedt av EØS-stat. Videre er det i § 3-11 annet ledd i utvalgets lovutkast foreslått at børsers ansatte bare skal kunne erverve eller avhende finansielle instrumenter, eller rettigheter til slike, i den utstrekning det følger av forskrift fastsatt av Kongen, samt at Kongen i forskrift skal kunne fastsette begrensninger i tillitsvalgtes adgang til å foreta slike transaksjoner. Kongen skal etter utvalgets forslag også kunne fastsette forskrift om at ansatte og tillitsvalgte skal melde til børsen eller Kredittilsynet egne handler og handler foretatt av nærstående.

I vurderingen av hvorvidt autoriserte markedsplasser skal underlegges tilsvarende forbud, har utvalget tatt utgangspunkt i hensynet til integritet og tillit

til markedsplassene. Disse hensynene tilsier etter utvalgets oppfatning at autoriserte markedsplasser underlegges et forbud mot å eie finansielle instrumenter som er opptatt til handel på vedkommende markedsplass. I motsatt retning taler det i følge utvalget at markedsplassen alternativt vil kunne organiseres som et verdipapirforetak. Et slikt verdipapirforetak vil i følge utvalget kunne eie finansielle instrumenter som omsettes gjennom foretaket. Det vil imidlertid i følge utvalget i så fall være en forutsetning at instrumentene eies som ledd i utøvelse av investeringstjenester, jf. verdipapirhandelloven § 8-5 første ledd nr. 1 (alternativet i nr. 2 er mindre aktuelt i det det her vil være snakk om unoterte instrumenter, som i utgangspunktet ikke kan eies som ledd i alminnelig kapitalforvaltning, jf. annet ledd). Utvalget uttaler videre i denne forbindelse (NOU 1999:3 side 233):

«Det kan således hevdes at en etablerer av en markedsplass vil velge å ikke søke konsesjon som autorisert markedsplass for å unngå denne begrensningen. Etter utvalgets syn er ikke dette argumentet tilstrekkelig tungtveiende for å ikke etablere en begrensning for markedsplassens eie av instrumenter den selv noterer. For å sikre at konsesjon som autorisert markedsplass blir det kvalitetsstempel som utvalget har som mål, er det sentralt å sikre at uønskede interessekonflikter begrenses i størst mulig grad. Dersom markedsplassen selv har interesser i de instrumenter som er notert, vil uønskede interessekonflikter måtte oppstå. Dette kan medføre uheldige konsekvenser for markedsplassens integritet og således den tillit markedsplassen er avhengig av.»

Utvalget foreslår på denne bakgrunn at § 3-11 første ledd i utvalgets lovutkast også gjøres gjeldende for autoriserte markedsplasser, jf. utvalgets lovutkast § 6-3.

Som for børser foreslår utvalget at det gjøres unntak for obligasjoner og sertifikater utstedt av EØS-stat. Videre mener utvalget at hjemmelen for nærmere regulering av tillitsvalgte og ansattes adgang til å handle finansielle instrumenter, jf. lovutkastet § 3-11 annet ledd, bør gis tilsvarende anvendelse.

8.3.8.2 Høringsinstansenes merknader

Ingen av høringsinstansene har hatt merknader til utvalgets forslag om at autorisert markedsplass ikke skal kunne eie finansielle instrumenter som er tatt opp til handel på vedkommende markedsplass eller rettigheter til slike. Høringsinstansene har heller ikke hatt merknader til utvalgets forslag om å gi reglene om adgang for børser ansatte eller tillitsvalgte til å erverve eller avhende finansielle instrumenter eller regelen om at det i forskrift kan fastsettes at ansatte og tillitsvalgte skal melde til børsen eller Kredittilsynet egne handler eller handler foretatt av nærstående, tilsvarende anvendelse.

8.3.8.3 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om å gjøre begrensningene i adgangen for børser og ansatte og tillitsvalgte ved børs til å eie og handle finansielle instrumenter gjeldende for autoriserte markedsplasser, jf. lovforslaget § 6-8 jf. § 3-8. Som utvalget viser departementet til hensynet til markedsplassens integritet og tillit. At disse begrensningene gis tilsvarende anvendelse for

autoriserte markedsplasser innebærer blant annet at en autorisert markedsplass ikke kan eie finansielle instrumenter som er tatt opp til notering og handel på vedkommende markedsplass, eller rettigheter til slike, med unntak av obligasjoner og sertifikater utstedt av en EØS-stat. Utvalget har påpekt at en etablerer av en markedsplass vil kunne velge ikke å søke konsesjon som autorisert markedsplass for å unngå denne begrensningen. I og med at departementet foreslår at virksomhet som autorisert markedsplass skal være konsesjonspliktig, er dette argumentet ikke lenger aktuelt.

8.3.9 Kursnotering

8.3.9.1 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår at § 5-3 annet til fjerde ledd i utvalgets forslag til lovtekst gis tilsvarende anvendelse for autoriserte markedsplasser. Dette innebærer et krav om at den autoriserte markedsplassen skal offentliggjøre kursnoteringene på en måte som sikrer god gjennomsiktighet og oppbevare registrerte og innrapporterte opplysninger i minst 10 år, samt holde dem offentlig tilgjengelige. I begrunnelsen for forslaget uttaler utvalget blant annet (NOU 1999:3 sidene 233-234):

«For at behovet for en autorisert markedsplass skal kunne møtes må investorene kunne ha en berettiget forventning om at markedsplassen er en «level playing field». Det sentrale er at alle investorer skal få lik informasjon samtidig. Markedsplassen skal være en garantist for at dette skjer. Etter utvalgets oppfatning må det også for autoriserte markedsplasser stilles et generelt krav om offentliggjøring av kursnoteringene på en måte som sikrer god gjennomsiktighet. (...)

Markedsplassene pålegges således å offentliggjøre de innrapporterte opplysningene på en måte som sikrer god gjennomsiktighet. Sentralt i denne forbindelse er at reglene om gjennomsiktighet i investeringstjenestedirektivet artikkel 21 oppfylles.»

Videre innebærer utvalgets forslag at Kongen skal kunne fastsette nærmere regler om kursnoteringene, om medlemmenes rapporteringsplikt og om den autoriserte markedsplassens offentliggjøring av opplysninger registrert eller innrapportert etter bestemmelsen. Utvalget gir uttrykk for at det særlig vil være aktuelt å fastsette forskrifter til oppfyllelse av kravene etter ISD. Utvalget peker videre på at regler som nevnt vil kunne variere fra børs til autorisert markedsplass, avhengig av måten handel og kursnotering gjennomføres på, samt typer av medlemmer.

Bestemmelsen i utvalgets lovutkast § 5-3 første ledd om at kursnoteringen foregår gjennom de kjøpstilbud, salgstilbud og avsluttede handler som finner sted på eller rapporteres til børsen etter nærmere regler fastsatt av børsen foreslås derimot ikke gitt anvendelse for autoriserte markedsplass.

8.3.9.2 Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet stiller spørsmål ved om ikke hele § 5-3 i lovutkastet om kursnotering for børser bør gis anvendelse for autoriserte markedsplasser og uttaler følgende i denne forbindelse:

«Det fremgår av utkastets § 6-3, første ledd at utvalget foreslår å gjøre § 5-3 annet til fjerde ledd om kursnoteringer gjeldende også for autori-

serte markedsplasser. Det forutsettes videre i § 6-1, femte ledd, at markedsplassen skal fastsette regler og forretningsvilkår som bl.a. regulerer kursnoteringen. Sistnevnte bestemmelse er i og for seg en parallell til § 5-3, første ledd i forhold til børser, og det kan spørres om det rent lovteknisk kunne vært hensiktsmessig at man i § 6-3 henviste til hele § 5-3, og samtidig tok bort ordet «kursnoteringen» fra § 6-1 femte ledd.»

Ingen av de øvrige høringsinstansene har hatt merknader til denne delen av utvalgets forslag.

8.3.9.3 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at autoriserte markedsplasser skal offentliggjøre kursnoteringene på en måte som sikrer god gjennom-siktighet samt oppbevare innrapporterte opplysninger og holde dem offentlig tilgjengelige i minst 10 år. Det vises til departementets vurdering av den tilsvarende regel for børser under punkt 8.2.7 om kursnotering og bestemmelser i lovforslaget § 5-3 annet og tredje ledd. Forskriftshjemmelen i lovforslaget § 5-3 fjerde ledd bør etter departementets oppfatning også gis anvendelse for autoriserte markedsplasser.

Departementet slutter seg til Kredittilsynets forslag om å gi bestemmelsen om at kursnoteringen foregår gjennom de kjøpstilbud, salgstilbud og avsluttede handler som finner sted på eller rapporteres til børsen anvendelse for autorisert markedsplass. Det vises til lovforslaget § 6-8, jf. § 5-3 første ledd.

8.3.10 Medlemskap

8.3.10.1 Utvalgets forslag

Utvalget har ikke funnet grunn til å regulere hvem som til en hver tid skal kunne delta i handelen på markedsplassen. Vilkårene for slik deltakelse vil etter utvalgets syn mest hensiktsmessig kunne reguleres i forretningsvilkår eller standardavtaler. Utvalget uttaler i denne forbindelse (NOU 1999:3 side 234):

«Det vises for så vidt til standardvilkårene for deltakelse i clearing av derivater i Norsk Opsjonsentral, der dette synes å fungere på en tilfredsstillende måte. Det er utvalgets forutsetning at også privatpersoner, som ikke opptre som mellommenn skal kunne delta i handelen dersom markedsplassen finner dette formålstjenlig.

(...)

«Utvalget viser ellers til det generelle krav til likebehandling i lovutkastet § 6-1 tredje ledd, jf § 6-1 sjette ledd. Dersom opptaksvilkårene ikke ivaretar de overordnede hensyn til et tillitvekkende verdipapirmarked, vil Kredittilsynet kunne gripe inn med nærmere krav.»

Utvalget foreslår på denne bakgrunn heller ingen regler om opphør eller suspensjon av medlemskap på autorisert markedsplass.

Utvalget har heller ikke foreslått regler om medlemmenes opplysningsplikt overfor markedsplassen.

Under henvisning til at ISD artikkel 15 pålegger norske myndigheter å påse at investeringsforetak med hovedkontor i en EØS-stat har adgang til regulerte markeder i Norge på lik linje med norske foretak, foreslår utvalget

at det fastsettes i børsloven at autoriserte markedsplasser skal gi investeringsforetak med hovedkontor i annen EØS-stat adgang til å delta i handelen på markedsplassen på like vilkår som andre medlemmer. Forslaget er inntatt i § 6-1 sjette ledd i utvalgets forslag. Utvalget har også foreslått at det fastsettes at Kongen kan gi nærmere regler til utfylling av bestemmelsene i § 6-1, jf. § 6-1 sjette ledd i utvalgets forslag.

8.3.10.2 Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet viser til at markedsplassene i henhold til utvalgets forslag er pålagt å fastsette egne regler og forretningsvilkår som sikrer at hensynene i blant annet § 6-1 tredje og fjerde ledd i utvalgets utkast til lovtekst er ivaretatt. Videre vises det til at Kredittilsynet etter forslaget skal ha adgang til å kreve disse endret dersom de generelle vilkårene i loven ikke er oppfylt. Innenfor dette rammeverket gir Kredittilsynet sin tilslutning til utvalgets forslag om ikke å fastsette ytterligere lovkrav til medlemskap på autoriserte markedsplasser.

Kredittilsynet stiller imidlertid spørsmål ved om ordningen med at reglene og vilkårene skal sendes til Kredittilsynet er tilstrekkelig i forhold til bestemmelsen i ISD artikkel 1 nr. 13. Det vises til nærmere omtale av Kredittilsynets merknader om dette under punkt 8.1.1.

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til utvalgets forslag om ikke å regulere hvem som til en hver tid skal kunne delta i handelen på markedsplassen.

8.3.10.3 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om ikke å regulere vilkårene for medlemskap på autorisert markedsplass i børsloven. Krav til medlemskap bør fastsettes av den enkelte markedsplass. Det samme gjelder regler om opphør og suspensjon av medlemskap.

Departementet finner imidlertid ikke å kunne slutte seg til utvalgets vurdering av at det ikke er behov for å regulere medlemmenes opplysningsplikt overfor markedsplassen. Departementet foreslår at bestemmelsen i lovforslaget § 5-7 om opplysningsplikt for børsmedlem gis tilsvarende anvendelse for autoriserte markedsplasser, jf. lovforslaget § 6-8. Det vises til nærmere omtale av bestemmelsen i punkt 8.2.8. Det vises til at slike opplysninger vil være nødvendig for at markedsplassen skal kunne oppfylle sine plikter.

Som påpekt av utvalget pålegger ISD artikkel 15 norske myndigheter å påse at investeringsforetak med hovedkontor i en EØS-stat har adgang til regulerte markeder i Norge, på lik linje med norske foretak. Departementet slutter seg på denne bakgrunn til utvalgets forslag om å fastsette at autoriserte markedsplasser skal gi investeringsforetak med hovedkontor i annen EØS-stat adgang til markedsplassen. Det foreslås som for børs en teknisk endring i forhold til utvalgets forslag ved at begrepet «investeringsforetak med hovedkontor i annen EØS-stat» erstattes med «foretak med hovedkontor i annen EØS-stat som i sitt hjemland har tillatelse til å yte investeringstjenester som nevnt i verdipapirhandelloven § 1-2 første ledd nr. 1-4». Det vises til lovforslaget § 6-6. Departementet slutter seg også til utvalgets forslag om at myndighetene i forskrift skal kunne gi nærmere regler til utfylling av bestemmelsen.

Myndigheten til å gi slik forskrift foreslås imidlertid lagt til departementet i stedet for til Kongen som foreslått av utvalget.

8.3.11 Opptak av finansielle instrumenter, herunder børsnoterte instrumenter, til handel, krav til prospekt, samt strykning og suspensjon

8.3.11.1 Utvalgets forslag

Utvalget har foreslått at autoriserte markedsplasser til utfylling av børsloven med forskrifter skal fastsette regler og forretningsvilkår som regulerer vilkår for opptak av finansielle instrumenter til handel på markedsplassen. Det er således utvalgets utgangspunkt at det skal være opp til vedkommende markedsplass å fastsette opptaksvilkårene. Utvalget påpeker i denne forbindelse at det nettopp er behovet for å kunne oppta finansielle instrumenter som ikke oppfyller opptaksdirektivets vilkår, som begrunner utvalgets forslag om å etablere et regelverk for autoriserte markedsplasser.

Tilsvarende legger utvalget til grunn at de regler og forretningsvilkår som skal fastsettes av utvalget i medhold av § 6-1 tredje ledd i utvalgets forslag skal regulere strykning og suspensjon av finansielle instrumenter fra handelen.

Utvalget viser i denne forbindelse til sitt forslag om at markedsplassen skal forelegge regelverk, forretningsvilkår og standardavtaler, herunder endringer i disse for Kredittilsynet, og at Kredittilsynet kan kreve regelverk, forretningsvilkår og standardavtaler endret dersom disse ikke er i overensstemmelse med lov eller bestemmelser gitt i medhold av lov.

På et punkt foreslår imidlertid utvalget at det i børsloven fastsettes vilkår for opptak til handel på autoriserte markedsplasser. Utvalget foreslår at det fastsettes at kravene til prospekt gitt i eller i medhold av verdipapirhandelloven kapittel 5, som refererer seg til tilbud om omsettelige verdipapirer som ikke er eller søkes børsnotert, skal gjelde tilsvarende for prospekt som skal utarbeides ved opptak av finansielle instrumenter til handel på autorisert markedsplass. Utvalget uttaler i denne forbindelse (NOU 1999:3 side 234-235):

«Som nevnt i kapittel 22.2.3 ovenfor kommer ikke opptaksprospektdirektivet (80/390 EØF) til anvendelse for opptak til handel på en autorisert markedsplass. Ved «offentlige emisjoner» av ikke børsnoterte aksjer og obligasjoner gjelder kravene etter emisjonsprospektdirektivet (89/298 EØF), som i Norge er implementert i verdipapirhandelloven §§ 5-1 følgende, jf § 5-8 om registrering av slike prospekter og utvalgets drøftelser av denne oppgaven i kapittel 20.4.7.1. Selv om det ikke foretas en offentlig emisjon eller spredningssalg av de unoterte verdipapirer ved opptak til handel på en autorisert markedsplass, vil opptaket reelt sett innebære at utsteder av verdipapirene i større grad henvender seg til allmennheten.»

I lys av investorenes og markedets behov for nærmere informasjon om verdipapirene, anser utvalget dette som et praktisk og hensiktsmessig minimumskrav ved opptak til handel på en autorisert markedsplass. Dersom det samtidig foretas en offentlig emisjon eller videresalg, legger utvalget til grunn at prospektet vil kunne dekke kravene etter begge regelsettene.

Utvalget foreslår at Kongen ved forskrift skal kunne fastsette tillegg eller unntak fra de nevnte regler i eller i medhold av verdipapirhandelloven.

Utvalget foreslår videre at det tas inn en egen bestemmelse om at autoriserte markedsplasser kan oppta børsnoterte finansielle instrumenter til handel. Markedsplassen skal etter forslaget rapportere gjennomførte transaksjoner i slike finansielle instrumenter til vedkommende børs etter nærmere regler fastsatt av Kongen. Utvalget viser til at hensynet til mest mulig konkurranse mellom markedsplasser for finansielle instrumenter tilsier at likviditeten i markedet bør styres mot de markedsplasser som har de beste vilkårene for markedsaktørene. Dersom den autoriserte markedsplassen er i stand til å trekke likviditet fra børser, må børsene forbedre sin konkurranseevne for å møte denne konkurransen. Om argumenter mot en slik adgang for autoriserte markedsplasser til å ta opp børsnoterte instrumenter til handel, skriver utvalget følgende (NOU 1999:3 side 235):

«Det kan argumenteres mot dette syn at den autoriserte markedsplassene «skummer fløten» av børsens opptaksprosedyrer og markeds- overvåkning. Dette er for så vidt riktig. Men hvis man ser på opptak og oppfølging av et finansielt instrument i forbindelse med børsnotering som en separat tjeneste, til forskjell fra tilrettelegging av omsetningen av det finansielle instrument, vil børsen kunne prise de ulike tjenester hver for seg. Børsen har fått, eller kan ta, betalt for disse tjenestene ved å ta høyde for disse kostnadene i sin fastsetting av utstederavgiftene. For utsteder vil det således være et spørsmål om denne er villig til å la seg notere på børsen til den pris dette har. Den autoriserte markedsplassen vil kunne tiltrekke seg likviditet dersom børsen har et omsetningstilbud som ikke kan konkurrere med den autoriserte markedsplassen. Det er således tilretteleggingen av omsetningen den autoriserte markedsplassen konkurrerer om å tilby.»

Utvalget anser det også som et sentralt poeng i denne sammenheng at det til enhver tid vil være opp til utsteder av et finansielt instrument om instrumentet også skal kunne omsettes på en autorisert markedsplass. Dersom utsteder ser seg tjent med en slik løsning finner utvalget det lite formålstjenlig ikke å tillate dette.

Utvalget viser i denne sammenheng til at det heller ikke i dag er påbudt å foreta alle transaksjoner i børsnoterte finansielle instrumenter på børsen. Utvalget uttaler i denne forbindelse (NOU 1999:3 side 235).

«Utenombørshandler er tillatt, men transaksjonene skal meldes til børsen i medhold av verdipapirhandelloven § 9-4, og børsens handelsregler. Verdipapirforetak kan - uten ytterligere konsesjon - etablere elektroniske systemer mot kunder som reelt sett skaper organisert omsetning av børsnoterte verdipapirer utenom børs. Endelig kan utsteder søke sine verdipapirer notert eller omsatt på børser eller markedsplasser i utlandet. Etter utvalgets oppfatning bør det tilsvarende tillates at børsnoterte finansielle instrumenter tas opp til handel på en autorisert markedsplass, men at omsetninger, for å sikre god gjennom-siktighet i markedet, skal rapporteres til børsen etter nærmere regler, jf. lovutkastet § 6-2 tredje ledd.»

8.3.11.2 Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet peker på at markedsplassene etter utvalgets forslag er pålagt å fastsette egne regler og forretningsvilkår som sikrer at hensynene i blant annet utkastets § 6-1 tredje og fjerde ledd er ivaretatt (krav til at virksomheten

drives i samsvar med visse nærmere angitte prinsipper og har nødvendige systemer i forhold til den måten virksomheten er organisert på), og at Kredittilsynet etter forslaget har adgang til å kreve disse endret dersom de generelle vilkårene i loven ikke er oppfylt. Innenfor dette rammeverket gir Kredittilsynet sin tilslutning til utvalgets forslag om ikke å fastsette ytterligere lovkrav til opptaksvilkår på autoriserte markedsplasser.

Kredittilsynet peker videre på behovet for at også autoriserte markedsplasser (som børser) med hjemmel i lov kan stryke og suspendere finansielle instrumenter fra notering dersom særlige grunner tilsier det. I denne forbindelse uttaler Kredittilsynet:

«Utvalget foreslår at regler om strykning og suspensjon skal være en del av de opptaksvilkår som den autoriserte markedsplassen selv skal fastsette. Kredittilsynet mener det her bør skilles mellom opptaksvilkår og vilkår for å kreve strykning/suspensjon. Disse virkemidlene er helt sentrale for at en markedsplass skal kunne fungere på en måte som sikrer tillit blant investorene og samfunnet for øvrig. Strykning av et finansielt instrument er nødvendig dersom utstederen eller instrumentet ikke lenger oppfylder vilkårene for notering. Suspensjon er særlig aktuelt der allmennheten ikke har tilgang til informasjon på like vilkår. Det anses som hensiktsmessig at de autoriserte markedsplassene har en uomtvistet rett i medhold av børsloven til å foreta stykning og suspensjon på linje med børser. Kredittilsynet foreslår således at utkastets § 5-8 første ledd og § 5-9 (med de endringer som foreslås under pkt. 4.2.7 og 4.2.8 ovenfor) gjøres tilsvarende gjeldende for autoriserte markedsplasser.»

For øvrig gir Kredittilsynet sin tilslutning til forslaget om at autoriserte markedsplasser skal kunne oppta børsnoterte finansielle instrumenter til handel og at markedsplassen i så fall skal rapportere gjennomførte transaksjoner i slike finansielle instrumenter til vedkommende børs etter nærmere regler fastsatt av Kongen. Kredittilsynet uttaler imidlertid i denne forbindelse:

«Kredittilsynet vil i denne sammenheng understreke at det må være en forutsetning for denne adgangen at det stilles krav til rapportering av transaksjoner som tilsvare kravet etter verdipapirhandelloven § 9-4 første ledd. Kredittilsynet vil også presisere at bestemmelsene i verdipapirhandelloven kap. 2 - 4 som er relatert til handel i finansielle instrumenter notert på norsk børs, også kommer til anvendelse ved omsetning av disse instrumentene utenom børs, herunder på autoriserte markedsplasser.»

8.3.11.3 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om ikke å fastsette vilkår i børsloven for opptak av finansielle instrumenter til notering og handel på autoriserte markedsplasser. I motsetning til det som gjelder for børs stiller ikke EØS-reglene krav til opptakskriterier for autoriserte markedsplasser. I lovforslaget § 6-4 tredje ledd er det foreslått at markedsplassen til utfylling av børsloven med forskrifter skal fastsette regler og forretningsvilkår som regulerer vilkår for opptak av finansielle instrumenter til notering og handel på markedsplassen. Reglene og forretningsvilkårene vil som påpekt av Kredittilsynet måtte fastsettes innenfor de rammer og prinsipper som følger av lovforslaget § 6-4 første ledd. Markedsplassens regler og forretningsvilkår skal dessuten

innsendes til Kredittilsynet som kan kreve disse endret dersom de ikke oppfyller lov eller forskrifter gitt i medhold av lov, jf. lovforslaget § 6-4 tredje ledd.

Departementet anser det imidlertid som hensiktsmessig med en presisering i børsloven av at opptak av omsettelige verdipapirer til notering og handel ved autorisert markedsplass bare kan skje etter søknad fra utsteder. Det vises til lovforslaget § 6-7 første ledd.

Departementet slutter seg til Kredittilsynets forslag om at bestemmelsene om stryking og suspensjon gis tilsvarende anvendelse for autorisert markedsplass. Departementet finner imidlertid ikke å kunne slutte seg til Kredittilsynets begrunnelse for forslaget. Etter departementets vurdering er det ikke tvilsomt at en autorisert markedsplass ville ha adgang til å fastsette regler og forretningsvilkår om stryking og suspensjon av finansielle instrumenter fra handelen, og at markedsplassen i medhold av slike regler og forretningsvilkår ville kunne stryke et finansielt instrument fra handelen dersom instrumentet ikke lenger oppfyller vilkårene for opptak til notering og handel. Departementet anser imidlertid at hensynet til utstederne og investorene tilsier at reglene om stryking og suspensjon gis tilsvarende anvendelse for autorisert markedsplass. Det vises til lovforslaget § 6-8 jf. §§ 5-8 og 5-9.

For børs er det i lovforslaget § 5-6 annet ledd bestemt at prospekt ved søknad om opptak til børsnotering skal utarbeides i samsvar med forskrift gitt av departementet med hjemmel i børsloven og i samsvar med børsens egne regler og forretningsvilkår. Departementet foreslår en tilsvarende regel for autoriserte markedsplasser. Det vises til lovforslaget § 6-7 annet ledd. Ved utarbeidelsen av slike forskrifter vil det være naturlig å ta i betraktning at ett prospekt ofte vil skulle tjene både som grunnlag for opptak på autorisert markedsplass og som prospekt ved offentlig tilbud etter verdipapirhandelloven kapittel 5. Det foreslås videre at det som for børs fastsettes at autorisert markedsplass kan bestemme at det skal utarbeides prospekt eller annet informasjonsmateriale også ved opptak av finansielle instrumenter som ikke er omsettelige verdipapirer.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at autoriserte markedsplasser i medhold av børsloven skal kunne oppta børsnoterte finansielle instrumenter til notering og handel, og at markedsplassen i så fall skal rapportere gjennomførte transaksjoner i slike finansielle instrumenter til vedkommende børs etter nærmere regler fastsatt i forskrift, jf. lovforslaget § 6-7 tredje ledd. Det vises til utvalgets begrunnelse for forslaget som departementet i hovedsak finner å kunne slutte seg til. Departementet legger til grunn at regler om medlemmenes plikt til å rapportere til markedsplassen om foretatte handler i finansielle instrumenter som er tatt opp til notering og handel på autorisert markedsplass vil fastsettes av den enkelte markedsplass i medhold av lovforslaget § 6-4 tredje ledd. Slike regler må anses som en viktig forutsetning for at kursnoteringene skal gjenspeile de finansielle instrumentenes markedsverdi. Det vises for øvrig til at verdipapirhandelloven § 9-4, som fastsetter meldeplikt for verdipapirforetak overfor børs om transaksjoner i børsnoterte instrumenter, gjelder uavhengig av hvor transaksjonen er foretatt.

Kredittilsynet har pekt på at bestemmelsene i verdipapirhandelloven kapittel 2 til 4 som er relatert til handel i finansielle instrumenter notert på norsk børs, også kommer til anvendelse ved omsetning av disse instrumen-

tene utenom børs, herunder på autoriserte markedsplasser. Departementet slutter seg til Kredittilsynets uttalelse.

Departementet foreslår for øvrig at departementet for de tilfeller hvor verdipapirene allerede er opptatt til notering ved en børs, i forskrift skal kunne fastsette unntak fra bestemmelsen om at opptak til notering og handel ved markedsplassen forutsetter søknad fra utsteder.

8.3.12 Utsteders opplysningsplikt

8.3.12.1 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår at utkastets § 5-7 første og annet ledd om utsteders opplysningsforpliktelser gis anvendelse også for autoriserte markedsplasser. Dette innebærer på bakgrunn av utvalgets forslag til § 5-7 første og annet ledd, at utsteder av finansielle instrumenter som er opptatt til handel på en autorisert markedsplass skal oversende til markedsplassen og offentliggjøre opplysninger av betydning for en riktig vurdering av de finansielle instrumentene etter nærmere regler fastsatt av Kongen. Videre skal utsteder av instrumentene periodevis oversende til markedsplassen og offentliggjøre årsregnskap og regnskapsopplysninger etter nærmere regler fastsatt av Kongen. I begrunnelsen for forslaget uttaler utvalget følgende (NOU 1999:3 side 234):

«Også for informasjon fra utsteder av betydning for vurderingen av de finansielle instrumentene, er det sentralt at markedsaktørene får lik informasjon samtidig, jf ovenfor og de generelle krav i lovutkastet § 6-1 tredje ledd. Videre vises til forslaget om at de sentrale innsidehandelsbestemmelsene i verdipapirhandelloven også skal gjelde i forhold til finansielle instrumenter opptatt til handel på en autorisert markedsplass, jf rett nedenfor. På denne bakgrunn, og som nevnt i kapittel 16.5, forutsettes at reguleringen fastlegger minstekrav til utstedernes løpende informasjonsplikt om kursrelevante forhold. Slike krav stilles også overfor utstedere av verdipapirer opptatt på autoriserte markedsplasser i Danmark og Sverige, se henholdsvis lov om verdipapirhandel § 41 stk. 3 og lag om børs- og clearingverksamhet 7 kapittel 2 § jf 6 kapittel 2 §. Utvalget foreslår således at hjemmelen for fastsettelse av minstekrav til utsteders løpende informasjonsplikt og periodevis regnskapsrapportering i lovutkastet § 5-7 første og annet ledd skal komme tilsvarende til anvendelse, jf lovutkastet § 6-3.»

I følge utvalget vil minstekravene etter omstendighetene kunne avvike fra dem som fastsettes ved børsnotering, for eksempel med hensyn til kravene til regnskapsrapportering.

8.3.12.2 Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet støtter utvalgets forslag og påpeker at de samme behov for informasjonsplikt om kursrelevante forhold gjør seg gjeldende i forhold til autoriserte markedsplassene som for børsen.

Kredittilsynet stiller imidlertid spørsmål ved at det i utvalgets forslag ikke er vist til § 5-7 tredje ledd i utvalgets lovutkast om at børsen kan kreve at utstedere av noterte finansielle instrumenter uten hinder av taushetsplikt skal gi slike opplysninger som er nødvendige for at børsen skal oppfylle sine plikter

etter børsloven og andre lover. Tilsvarende gjelder i forhold til utsteders ansatte og tillitsvalgte. Kredittilsynet uttaler i denne forbindelse:

«Utvalget har ikke gitt noen nærmere begrunnelse for hvorfor det ikke er behov for en slik hjemmel for autoriserte markedsplasser. Kredittilsynet kan ikke se at det er noen grunn til å forskjellsbehandle de to typene markeder på dette punkt. Det vises bl.a. til at autoriserte markedsplasser vil være pålagt å drive markedsovervåking på lik linje med børser. Kredittilsynet foreslår derfor at hjemmelen til å kunne pålegge utstedere og deres tillitsmenn/ansatte opplysningsplikt gjøres tilsvarende gjeldende for autoriserte markedsplasser. Det bør i utkastets § 6-3 derfor henvises til «§ 5-7 om utsteders opplysningsforpliktelser».»

8.3.12.3 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om å gi bestemmelsen om opplysningsplikt for utstedere tilsvarende anvendelse for autorisert markedsplass. Det vises til lovforslaget § 6-8 jf. § 5-7. Som for børsnoterte instrumenter er en slik regel av avgjørende betydning for at det skal kunne skje en likebehandling av aksjonærene og for at kursnoteringene skal gjenspeile de finansielle instrumentenes markedsverdi. Som utvalget antar departementet at minstekravene etter omstendighetene vil kunne avvike fra dem som fastsettes ved børsnotering. Det vises blant annet til at EØS-reglene som svarer til opptaksdirektivet (Rdir. 79/279/EØF), halvårsdirektivet (Rdir. 82/121/EØF) eller Rdir. 80/390/EØF som regulerer kravene til utforming, kontroll og spredning av prospekter som skal offentliggjøres i forbindelse med opptak av verdipapirer til offisiell notering på en fondsbørs, ikke gjelder for autoriserte markedsplasser.

Departementet foreslår at autorisert markedsplass, som børs, gis hjemmel til å kreve at utstedere av omsettelige verdipapirer som er tatt opp til notering og handel på markedsplassen, uten hinder av taushetsplikt skal gi slike opplysninger som er nødvendig for at markedsplassen skal kunne oppfylle sine plikter etter børsloven og annen lovgivning. Det vises til Kredittilsynets høringsuttalelse som departementet kan slutte seg til. Opplysningsplikten bør også i relasjon til autoriserte markedsplasser gjelde tilsvarende for utsteders tillitsvalgte og ansatte.

For de tilfeller der autorisert markedsplass opptar til notering og handel omsettelige verdipapirer som er børsnotert, foreslås det at departementet i forskrift skal kunne fastsette unntak fra reglene om utsteders opplysningsplikt. Det vises til lovforslaget § 6-7 tredje ledd.

8.3.13 Overtredelsesgebyr og løpende mulkt

8.3.13.1 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår at §§ 5-12 om overtredelsesgebyr og 5-13 om løpende mulkt i utvalgets lovutkast gis anvendelse for autoriserte markedsplasser.

I begrunnelsen for forslaget uttaler utvalget følgende (NOU 1999:3 side 236):

«Som for børs, se kapittel 20.4.8 ovenfor, anser utvalget det som viktig at en autorisert markedsplass har effektive virkemidler til å forhindre

og forebygge opptreden som er i strid med regelverket. Den enkelte autoriserte markedsplass bør selv tillegges en skjønnsmessig mulighet til å anvende slike sanksjoner ut fra markedsplassens eget behov for tillit i markedet, og sine forpliktelser etter lov.»

8.3.13.2 Høringsinstansenes merknader:»

Kredittilsynet støtter utvalgets forslag om å la bestemmelsene om børsenes adgang til å ilegge sanksjoner overfor utstedere av børsnoterte finansielle instrumenter, samt børsmedlemmer, få tilsvarende anvendelse for autoriserte markedsplasser.

8.3.13.3 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at bestemmelsene om overtredelsesgebyr og løpende mulkt, som er foreslått videreført for børs, gis tilsvarende anvendelse for autoriserte markedsplasser. Som utvalget anser departementet at det er viktig at autoriserte markedsplasser har effektive virkemidler for å forebygge og forhindre opptreden som er i strid med regelverket. Det vises til lovforslaget § 6-8 jf. §§ 5-12 og 5-13.

8.3.14 Innsidehandel og kursmanipulasjon

8.3.14.1 Utvalgets forslag

Utvalget legger til grunn at en autorisert markedsplass omfattes av EØS-reglene som svarer til innsidehandeldirektivet (89/592/EØF) og foreslår derfor at det fastsettes regler for autoriserte markedsplasser som oppfyller direktivets krav.

Utvalget viser til at dagens innsidehandelsregulering i verdipapirhandelloven refererer seg til børsnoterte verdipapirer. For å gi reglene anvendelse på verdipapirer omsatt på et «regulert marked som ikke er fondsbørs, må en i følge utvalget endre verdipapirhandelloven. Alternativt kan Finansdepartementet benytte forskriftshjemmelen i verdipapirhandelloven § 1-7 til å fastsette at reglene helt eller delvis skal gjelde tilsvarende for verdipapirer notert på eller omsatt i et «regulert marked» som definert i verdipapirhandelloven § 1-3. Idet autoriserte markedsplasser eventuelt vil være direkte regulert i lov for så vidt gjelder virksomhetsregler for øvrig, anser utvalget det riktig å fastsette innsidehandelsreglene i lovs form.

I drøftelsen av hvilke av verdipapirhandellovens regler om innsidehandel som bør gis anvendelse i tilknytning til finansielle instrumenter som er tatt opp til handel på autorisert markedsplass uttaler utvalget følgende (NOU 1999:3 side 236):

«De norske innsidehandelreglene i verdipapirhandelloven §§ 2-1 flg. går dels lenger enn direktivets krav. Grovt sagt medfører direktivet anvendelse av verdipapirhandelloven § 2-1 første ledd (forbudet mot innsidehandel) og § 2-2 første og annet ledd (taushetsplikt og forbud mot rådgivning). Av de norske reglene som ikke følger av direktivet, kan særlig nevnes reglene om undersøkelsesplikt for primærinnsidere, plikten for foretakene til å føre lister over personer som mottar fortrolige opplysninger (§ 2-2 tredje ledd), reglene om handleforbudsperio-

der og reglene om meldeplikt for tillitsvalgte og ansatte i utstederselskaper.»

Utvalgets vurdering er at kravene i EØS-reglene som svarer til innsidedirektivet må oppfylles, men at det ikke bør gis regulering om disse forhold utover disse reglenes minimumskrav. Utvalget foreslår på denne bakgrunn at verdipapirhandelloven § 2-1 første ledd, samt de tilhørende presiseringer og unntak i fjerde og femte ledd og verdipapirhandelloven § 2-2 første og annet ledd, gis anvendelse for finansielle instrumenter opptatt til handel på en autorisert markeds plass.

Verdipapirhandelloven § 2-1 første ledd fastsetter at tegning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter som er eller søkes notert på norsk børs eller tilskyndelse til slike disposisjoner, ikke må foretas av noen som har presise og fortrolige opplysninger om de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene vesentlig. Tilsvarende gjelder inngåelse, kjøp, salg eller bytte av opsjon- eller terminkontrakt eller tilsvarende rettigheter knyttet til slike finansielle instrumenter eller tilskyndelse til slike disposisjoner. I § 2-1 fjerde ledd, er det fastsatt at første ledd bare gjelder ved misbruk av presise og fortrolige opplysninger og at bestemmelsen ikke er til hinder for normal utøvelse av tidligere inngått opsjon- eller terminkontrakt ved kontraktens utløp. Av § 2-1 femte ledd følger det at første ledd ikke gjelder disposisjoner som foretas på vegne av en stat, når disposisjonen er et ledd i vedkommende stats penge- og valutapolitikk. Verdipapirhandelloven § 2-2 første og annet ledd fastsetter at den som på grunn av sin eierandel i utstederforetaket, eller på grunn av sitt arbeid, oppdrag eller tillitsverv får kjennskap til opplysninger som nevnt i § 2-1 første ledd, ikke må gi slike opplysninger til uvedkommende eller gi råd om handel med de finansielle instrumentene opplysningene vedrører.

Utvalget foreslår videre at verdipapirhandelloven § 2-6 som forbyr uredelig kurspåvirkning av et finansielt instrument som er notert på norsk børs gis anvendelse for autoriserte markeds plasser. I denne forbindelse uttaler utvalget (NOU 1999:3 side 236):

«Verdipapirhandelloven § 2-6 forbyr uredelig kurspåvirkning av et finansielt instrument som er notert på norsk børs. Investeringsstjenestedirektivet stiller ikke konkrete krav om at et «regulert marked» skal være underlagt regulering som forbyr markedsmanipulasjon. Etter utvalgets syn er imidlertid et slikt forbud viktig for tilliten til en autorisert markeds plass og for beskyttelse av investorene.»

Det følger av verdipapirhandelloven § 2-6 annet ledd at som uredelig påvirkning regnes for eksempel å spre uriktige eller villedende opplysninger, eller inngå fiktive avtaler med det formål å få noen til å tegne, kjøpe eller selge finansielle instrumenter eller rettigheter til finansielle instrumenter eller å avstå fra dette. Øvrige eksempler på uredelig påvirkninger i følge § 2-6 er å påvirke tegningskurs eller å påvirke bytteforholdet ved sammenslåing eller deling av selskaper.

For øvrig påpeker utvalget at verdipapirhandelloven § 2-5 ikke er begrenset til børsnoterte finansielle instrumenter og således også vil gjelde i forhold til finansielle instrumenter som handles på en autorisert markeds plass. § 2-5 fastsetter at ingen må benytte urimelige forretningsmetoder ved handel i

finansielle instrumenter. Videre følger det av denne bestemmelsen at god forretningsskikk skal iakttas ved henvendelser som rettes til allmennheten eller til enkeltpersoner og som inneholder tilbud eller oppfordring til å fremsette tilbud om kjøp, salg eller tegning av finansielle instrumenter eller som ellers har til formål å fremme handel i finansielle instrumenter.

Utvalget påpeker at dersom det for øvrig viser seg å være behov for å gi også øvrige bestemmelser i verdipapirhandelloven anvendelse for finansielle instrumenter som er tatt opp til notering og handel på autorisert markedsplass, kan dette skje ved bruk av departementets hjemmel etter verdipapirhandelloven § 1-7 første ledd.

8.3.14.2 Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet støtter utvalgets forslag til endringer i verdipapirhandelloven §§ 2-1, 2-2 og 2-6, slik at reglene også gis anvendelse i tilknytning til finansielle instrumenter som er tatt opp til handel på norsk autorisert markedsplass.

Kredittilsynet slutter seg ikke til utvalgets vurdering av at en ut over direktivets minimumskrav ikke bør gi verdipapirhandellovens innsideregler anvendelse i tilknytning til finansielle instrumenter som er tatt opp til handel på autorisert markedsplass.

Kredittilsynet påpeker at utvalget ikke gir noen nærmere begrunnelse for hvorfor de ikke har foreslått regler ut over det som anses nødvendig ut fra innsidehandeldirektivets minimumskrav. Etter *Kredittilsynets* oppfatning er det ikke grunn til å ha noe skille mellom atferdsreglene for henholdsvis børser og autoriserte markedsplasser hva angår kravet til gjennomsiktighet i markedet. Dette tilsier i følge *Kredittilsynet* blant annet at meldeplikten i henhold til verdipapirhandelloven § 3-1 jf. § 3-3 første ledd, bør få tilsvarende anvendelse for primærinnsidere i foretak som er notert på norske autoriserte markedsplasser.

Kredittilsynet viser i denne forbindelse til Verdipapirhandellovutvalgets uttalelse i NOU 1996:2, side 74 hvor det heter:

«Som nevnt i kapittel 3 er det foreslått en definisjon av «regulert marked». Som regulert marked regnes i det norske markedet pr. i dag børs opprettet i medhold av børsloven. I likhet med det som er lagt til grunn når det gjelder innsidereguleringene, er det utvalgets syn at meldepliktsreglene bør gjelde også for verdipapirer som omsettes i annet regulert marked enn børs. Dersom det opprettes slike markeder i Norge, vil det kunne fastsettes i forskrift at meldepliktsreglene skal gjelde tilsvarende for verdipapirer som omsettes i disse.»

Hva angår bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 2-1 annet ledd om primærinnsideres undersøkelsesplikt, mener *Kredittilsynet* at gode grunner tilsier at også den bør få anvendelse for primærinnsidere i foretak som er notert på autoriserte markedsplasser. Bestemmelsen i § 2-1 annet ledd fastsetter at før styremedlem, medlem av kontrollkomité eller revisor tilknyttet utstederforetaket foretar eller tilskynder til tegning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter som er utstedt av foretaket, skal vedkommende foreta en forsvarlig undersøkelse av om det foreligger opplysninger som nevnt i første ledd om de finansielle instrumentene eller utstederen av disse i foretaket. Tilsvarende gjelder i følge § 2-1 annet ledd annet og tredje punktum for varamedlem

og observatør til styret i utstederforetaket, samt for ledende ansatt i foretaket og ledende ansatt og styremedlem i foretak i samme konsern som normalt kan antas å få tilgang til opplysninger som nevnt i første ledd. I følge Kredittilsynet har kravet om at det skal foretas en forsvarlig undersøkelse i forkant av primærinnsideres handler, for de børsnoterte foretakene medført et behov for interne rutiner som sikrer notoritet for at slike undersøkelser faktisk er gjennomført. Etter Kredittilsynets oppfatning viser erfaringene med denne bestemmelsen at den har en forebyggende effekt mot ulovlig innsidehandel. Det er derfor etter Kredittilsynets oppfatning ønskelig at de tilsvarende normene for aktsomhet i forkant av handler følges av primærinnsidere i foretak som er notert på autoriserte markedsplasser.

Verdipapirhandelloven § 2-2 tredje ledd fastsetter at foretak med børsnoterte finansielle instrumenter skal føre lister over personer som mottar opplysninger som nevnt i § 2-1 første ledd og som ikke er ansatt eller tillitsmann i foretaket. Dersom de aktuelle opplysningene skal oversendes børsen etter børsloven § 4-7, skal listen vedlegges oversendelsen. Foretaket plikter å oppbevare listene i minst 10 år. Etter Kredittilsynets oppfatning bør også denne bestemmelsen få anvendelse for foretak som er notert på autoriserte markedsplasser. Kredittilsynet uttaler i denne forbindelse:

«Når handel i finansielle instrumenter utstedt av slike foretak vil bli omfattet av forbudet mot ulovlig innsidehandel, vil tilsyns- og påtalemyndighetens behov for å kunne følge informasjonsstrømmen ut fra slike foretak være like mye til stede som i forhold til de børsnoterte foretakene.»

Kredittilsynet støtter utvalgets forslag om ikke å gi bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 2-3 om forbud mot handel i visse perioder anvendelse for autorisert markedsplass. Verdipapirhandelloven § 2-3 fastsetter at personer som nevnt i § 2-1 annet ledd ikke kan foreta tegning, kjøp, salg eller bytte av børsnoterte finansielle instrumenter utstedt av det foretaket de er tilknyttet i tidsrommet to måneder før offentliggjøring av styrets forslag til utsteders årsregnskap eller to måneder før foreløpig årsregnskap dersom dette offentliggjøres tidligere. Slike disposisjoner kan heller ikke foretas i tidsrommet en måned før offentliggjøring av utsteders delårsrapport. Forbudet gjelder tilsvarende for rettigheter nevnt i lovens § 2-1 første ledd annet punktum. Forbudet er imidlertid ikke til hinder for salg av tegningsretter i forbindelse med kapitalforhøyelse, eller normal utøvelse av tidligere inngått opsjon- eller terminkontrakt ved kontraktens utløp. Det følger av bestemmelsens siste ledd at børsen i særlige tilfelle kan gjøre unntak fra bestemmelsen. Kredittilsynet begrunner sitt syn på følgende måte:

«Forbudet mot handel i visse perioder i verdipapirhandelloven § 2-3 ble videreført fra den gamle verdipapirhandelloven av 1995. Verdipapirhandellovutvalget foreslo at bestemmelsen burde oppheves, og nesten alle høringsinstansene (inklusive Kredittilsynet) støttet verdipapirhandellovutvalgets forslag på dette punkt. Kredittilsynet uttalte i sin høringsuttalelse til Finansdepartementet (datert 26. juni 1996) at de forhold som handleforbudet knytter seg til, best kan ivaretas innenfor den aktsomhetsnormen som følger av kravet til å foreta forsvarlig undersøkelse i forkant av handler. Under henvisning til denne vurderingen, vil Kredittilsynet ikke gå inn for at forbudet mot handel i visse perioder gjøres tilsvarende gjeldende for primærinnsidere i foretak som er notert på autoriserte markedsplasser. Dersom behovet

skulle tilsi at man også her bør foreta en likebehandling i forhold til primærinnsidere i børsnoterte foretak, vil departementet kunne fastsette dette i medhold av verdipapirhandelloven § 1-7, første ledd.»

Landsorganisasjonen i Norge er opptatt av at omsetningen av verdipapirer, spesielt aksjer som er notert på Oslo Børs, blir foretatt i de mest betryggende former og uttaler i denne forbindelse:

«Det må således sikres at denne omsetningen foregår under objektive former, hvor ingen aktører kan sikre seg særfordeler. En slik omsetning er avhengig av at det utføres tilsyn og kontroll med de transaksjoner som foretas, både med hensyn til meldeplikt, innsidehandel, handleforbud, kursmanipulasjon og lik informasjonstilgang av selskapsstilling.»

8.3.14.3 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets vurdering av at i den grad bestemmelser i verdipapirhandelloven som i dag bare gjelder børsnoterte instrumenter også skal gis anvendelse for finansielle instrumenter som er tatt opp til notering og handel på autorisert markedsplass, bør dette gjøres ved en endring i den aktuelle bestemmelse i verdipapirhandelloven, i stedet for i forskrift i medhold av verdipapirhandelloven § 1-7. Det vises til lovforslaget § 10-3 nr. 5.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at bestemmelsene i verdipapirhandelloven § 2-1 første ledd og § 2-2 første og annet ledd gis anvendelse for finansielle instrumenter som er tatt opp til notering og handel på norsk autorisert markedsplass.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag og vurdering når det gjelder å gi verdipapirhandelloven § 2-6 om forbud mot kursmanipulering anvendelse i forhold til finansielle instrumenter som er tatt opp til notering og handel på norsk autorisert markedsplass.

Departementet slutter seg videre til uttalelsen fra utvalget om at bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 2-5 ikke er begrenset til børsnoterte finansielle instrumenter og således også vil gjelde i forhold til finansielle instrumenter som er opptatt til notering og handel på en autorisert markedsplass.

Når det gjelder de øvrige atferdsreglene i verdipapirhandelloven kapittel 2 og 3 har utvalget ansett at disse ikke bør gis anvendelse for finansielle instrumenter som er opptatt på autorisert markedsplass, men som ikke er eller søkes børsnotert. Kredittilsynet har som nevnt gitt uttrykk for at det ikke er grunn til å ha noe skille mellom atferdsreglene for børser og autoriserte markedsplasser hva angår kravet til gjennomsiktighet i markedet. Departementet mener som Kredittilsynet at også de øvrige adferdsreglene i verdipapirhandelloven kap. 2 og 3 bør komme til anvendelse for finansielle instrumenter som er tatt opp til notering og handel ved autoriserte markedsplasser. Departementet legger vekt på at dette vil kunne bidra til å øke tilliten til de autoriserte markedsplassene.

Departementet slutter seg etter dette til Kredittilsynets forslag om at bestemmelsene i verdipapirhandelloven § 3-1 jf. § 3-3 første ledd, endres slik at meldeplikten gis tilsvarende anvendelse for primærinnsidere i foretak hvis finansielle instrumenter er tatt opp til notering og handel på norske autoriserte markedsplasser. Melding som nevnt vil måtte sendes alle børser og autori-

serte markedsplasser hvor instrumentet er notert. Videre foreslås det at bestemmelsen i § 3-3 tredje ledd som fastsetter at børsen skal offentliggjøre meldingen, får tilsvarende anvendelse i forhold til finansielle instrumenter som er tatt opp til notering og handel på autorisert markedsplass.

Departementet slutter seg også til Kredittilsynets forslag om å endre bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 2-1 annet ledd om primærinnsideres undersøkelsesplikt, slik at den også får anvendelse for primærinnsidere i foretak hvis finansielle instrumenter er tatt opp til notering og handel på norske autoriserte markedsplasser.

Kredittilsynet har anført at også § 2-2 tredje ledd bør få anvendelse for foretak som er notert på autoriserte markedsplasser. Departementet slutter seg til Kredittilsynets forslag og vurdering, og foreslår at bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 2-2 tredje ledd endres slik at den omfatter også foretak hvis finansielle instrumenter er tatt opp til notering og handel på norsk autorisert markedsplass. I de tilfeller hvor de finansielle instrumentene ikke er børsnotert, men er tatt opp til notering og handel på autorisert markedsplass, skal melding etter § 2-2 tredje ledd etter dette sendes den autoriserte markedsplassen.

Utvalget og Kredittilsynet har foreslått at bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 2-3 om forbud mot handel i visse perioder, ikke skal komme til anvendelse for finansielle instrumenter som kun er opptatt til notering og handel på autorisert markedsplass. Departementet er ikke enig i dette. Det vises til det som er sagt ovenfor om at atferdsreglene i verdipapirhandelloven bør komme til anvendelse uavhengig av om de finansielle instrumentene er børsnotert eller opptatt til notering og handel på norsk autorisert markedsplass.

Departementet har valgt en noe annen lovteknisk løsning når det gjelder endringene i verdipapirhandelloven kapittel 2 og 3 enn det utvalget foreslo.

Når det gjelder tilsyn med overholdelsen av de ulike bestemmelsene i verdipapirhandelloven som her er nevnt vises det til nærmere omtale i punkt 9.1.

Departementet viser for øvrig til at et lovforslag til endring i reglene om innsidehandel er sendt på høring ved departementets brev av 21. februar 2000. Dette vil bli behandlet som en egen sak.

8.3.15 Tilbudsplikt og flagging mv.

8.3.15.1 Utvalgets forslag

Utvalget har, med unntak av innsidereglene og bestemmelsen om markedsmanipulasjon, ikke vurdert nærmere hvorvidt de øvrige atferdsreglene i verdipapirhandelloven som omhandler finansielle instrumenter notert på børs, skal gis tilsvarende anvendelse på instrumenter notert på en autorisert markedsplass. Utvalget uttaler i denne forbindelse (NOU 1999:3 side 236):

«Gjeldende regler om tilbudsplikt, frivillige oppkjøpstilbud og flagging i verdipapirhandelloven får bare anvendelse for selskaper notert på norsk børs. I henhold til verdipapirhandelloven § 1-7 kan departementet ved forskrift gi reglene anvendelse også for regulerte markeder.

Verdipapirhandelloven § 1-7 lyder:

«Departementet kan fastsette at bestemmelser i denne lov som gjelder børsnoterte finansielle instrumenter, helt eller delvis skal gjel-

de tilsvarende for finansielle instrumenter som noteres på eller omsettes i annet regulert marked som nevnt i § 1-3.

Departementet kan fastsette at kompetanse som i denne lov er tillagt børsen, skal tillegges tilsynsmyndighet for annet regulert marked som nevnt i § 1-3.»

Utvalget legger som nevnt ovenfor i 22.2 til grunn at autoriserte markedsplasser skal oppfylle investeringstjenestedirektivets vilkår for regulerte marked, og at disse markedsplassene da vil oppfylle verdipapirhandellovens vilkår for å være et «regulert marked».

Utvalget har, med unntak av innsidereglene og bestemmelsen om markedsmanipulasjon, ikke vurdert nærmere hvorvidt den øvrige reguleringen som i verdipapirhandelloven er gitt anvendelse på finansielle instrumenter notert på børs, skal gis tilsvarende anvendelse på instrumenter notert på en autorisert markedsplass. Etter utvalgets syn ligger denne oppgaven på siden av utvalgets mandat, og vil kreve til dels omfattende vurderinger, jf drøftelse av disse spørsmål i NOU 1996:2 Verdipapirhandel. Videre er Finansdepartementet gitt myndighet til å foreta denne vurderingen. Det er for øvrig ingen EØS-krav om implementering av slike regler for finansielle instrumenter opptatt til handel på regulerte markeder. Utvalget vil imidlertid bemerke at en slik gjennomgang bør vurderes foretatt før en eventuell konsesjon gis til en autorisert markedsplass.»

8.3.15.2 Høringsinstansenes uttalelser

Etter *Kredittilsynets* oppfatning bør det før børsloven trer i kraft tas stilling til hvorvidt verdipapirhandelloven § 3-2 jf. § 3-3 annet ledd om flaggeplikt, samt verdipapirhandelloven kapittel 4 om pliktige og frivillige tilbud, får anvendelse ved handel i finansielle instrumenter utstedt av foretak som er notert på autoriserte markedsplasser.

Kredittilsynet viser i denne forbindelse til uttalelsene fra Verdipapirhandellovutvalget i NOU 1996:2 hvor følgende er sagt om virkeområdet for de foreslåtte flaggingsreglene og om spørsmålet om forslaget til regler om pliktige og frivillige tilbud bør få tilsvarende anvendelse for aksjer utstedt av foretak notert på regulerte markeder:

(på side 90):

«Utvalget legger til grunn at reglene om flagging ved erverv og avhendelse av en viss andel børsnoterte aksjer skal videreføres. Som nevnt i kapittel 3, er det foreslått en definisjon av «regulert marked». Som regulert marked regnes i det norske markedet pr. i dag, børs opprettet i medhold av børsloven. I likhet med det som er lagt til grunn når det gjelder reglene om innsidehandel, kursmanipulasjon og meldeplikt for ledende ansatte mv, er det utvalgets syn at flaggingsplikten bør gjelde også for aksjer som omsettes i annet regulert marked enn børs. Dersom det opprettes slike regulerte markeder i Norge, vil det kunne fastsettes i forskrift at flaggingsreglene skal gjelde tilsvarende for aksjer som omsettes i disse.»

(på side 105):

«Verdipapirhandellovutvalget foreslår at regler om tilbudsplikt, i likhet med bl.a. reglene om flagging, fortsatt bør gjelde ved erverv av aksjer i norsk aksjeselskap som er notert på norsk børs. I likhet med de øvrige reglene som knytter seg til børsnoterte aksjer eller andre børsnoterte verdipapirer foreslås det at reglene kun skal gjelde selskaper hvis

aksjer er børsnotert på norsk børs. Dersom det etableres andre regulerte markeder i Norge, bør tilbudspliktreglene etter utvalgets syn gis anvendelse også på aksjer som omsettes i slikt marked. Det vises til den forskriftshjemmel som er foreslått i kap. 3.»

Kredittilsynet påpeker at Verdipapirhandellovutvalgets uttalelser må leses med det forbehold at utvalget uttalte seg generelt, og at de ikke kjente til børslovutvalgets forslag om regulering av autoriserte markedsplasser.

Etter Kredittilsynets syn må valget av hvorvidt flagging- og tilbudspliktreglene bør få anvendelse for handel i aksjer som er notert på autoriserte markedsplasser, blant annet skje på bakgrunn av en avveining av fordelene og ulempene dette vil medføre. Kredittilsynet uttaler i denne forbindelse:

«Blant de klare fordelene er at regelverket ivaretar hensynet til investorene ved at de gjennom offentliggjøring blir kjent med vesentlige endringer i aksjonærstrukturen, samt at minoritetsaksjonærer sikres et vern ved kontrollskifte i det enkelte foretak. Blant ulempene ved en slik utvidelse av anvendelsesområdet er at den vil redusere forskjellen mellom de autoriserte markedsplassene og børser, ved at begge er underlagt det samme regelverket. Dersom et av motivene for å åpne opp for autoriserte markedsplasser skal være å skape et reelt alternativ til det unoterte markedet, bør det være et mål å begrense reguleringen av markedet til det som anses som helt nødvendig for at det skal fungere på en tillitvekkende måte.»

8.3.15.3 Departementets vurdering

Departementet tar til etterretning at utvalget ikke har vurdert nærmere hvorvidt verdipapirhandellovens regler om flaggingsplikt og tilbudsplikt bør gis tilsvarende anvendelse i relasjon til finansielle instrumenter som er tatt opp til notering og handel på norske autoriserte markedsplasser.

Som utvalget anser departementet at dette spørsmålet krever til dels omfattende vurderinger. Slike regler vil som nevnt av utvalget, kunne gis i medhold av verdipapirhandelloven § 1-7.

9 Børser og autoriserte markedsplassers tilsyns- og kontrolloppgaver overfor verdipapirmarkedet

9.1 Tilsyn med verdipapirmarkedet i henhold til bestemmelser i børsloven og verdipapirhandeloven

9.1.1 Børs

9.1.1.1 Gjeldende rett

Børsloven § 4-5 annet ledd fastsetter at børsstyret skal sørge for at kursnoteringene skjer i overensstemmelse med lov og kravene til god forretningsskikk. Videre følger det av børsloven § 1-5 at børsen skal medvirke i myndighetenes tilsyn med verdipapirhandelen.

Tilsynet med handelen i finansielle instrumenter og med overholdelsen av lovgivningen om verdipapirhandelen forestås av Finansdepartementet, jf. verdipapirhandeloven § 12-1 første ledd. Etter bestemmelsens annet ledd skal tilsyn med verdipapirforetaks og oppgjørssentralers virksomhet, samt med overholdelse av verdipapirhandelovens bestemmelser, føres av Kredittilsynet. Videre følger det av § 12-1 tredje ledd at dersom en børs har grunn til å anta at det er benyttet urimelige forretningsmetoder, opptrådt i strid med god forretningsskikk eller for øvrig handlet i strid med bestemmelsene i verdipapirhandeloven, skal dette meddeles Kredittilsynet. Kredittilsynet og Oslo Børs har regulert sitt samarbeid i en egen avtale. I samarbeidsavtalen beskrives kontaktpunktene mellom Kredittilsynets og børsens oppgaver. Videre oppstiller avtalen retningslinjer for hvordan grensene mellom ansvarsområdene skal trekkes og hvordan samarbeidet skal utøves.

I tillegg til det som følger av verdipapirhandeloven § 12-1, er børsen tillagt oppgaver i verdipapirhandeloven kapittel 2 og 3.

Verdipapirhandeloven § 2-1 første ledd fastsetter at tegning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter som er eller søkes notert på norsk børs eller tilskyndelse til slike disposisjoner, ikke må foretas av noen som har presise og fortrolige opplysninger om de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene vesentlig. Tilsvarende gjelder inngåelse, kjøp, salg eller bytte av opsjon- eller terminkontrakt eller tilsvarende rettigheter knyttet til slike finansielle instrumenter eller tilskyndelse til slike disposisjoner. Etter § 2-1 fjerde ledd gjelder første ledd kun ved misbruk av presise og fortrolige opplysninger. Bestemmelsen er ikke til hinder for normal utøvelse av tidligere inngått opsjon- eller terminkontrakt ved kontraktens utløp. Første ledd gjelder ikke disposisjoner som foretas på vegne av en stat, når disposisjonen er et ledd i vedkommende stats penge- og valutapolitikk. Av bestemmelsens annet ledd følger det at før styremedlem, medlem av kontrollkomité eller revisor tilknyttet utstederforetaket foretar eller tilskynder til tegning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter som er utstedt av foretaket, skal vedkommende foreta en forsvarlig undersøkelse av om det foreligger opplysninger som nevnt i før-

ste ledd om de finansielle instrumentene eller utstederen av disse i foretaket. Bestemmelsen gjelder tilsvarende for varamedlem og observatør til styret i utstederforetaket, samt for ledende ansatt i foretaket og ledende ansatt og styremedlem i foretak i samme konsern som normalt kan antas å få tilgang til opplysninger som nevnt i første ledd. Undersøkelsesplikten gjelder også ved inngåelse, kjøp, salg eller bytte av opsjon- eller terminkontrakt eller tilsvarende rettigheter knyttet til finansielle instrumenter utstedt av foretaket samt ved tilskyndelse til slike disposisjoner.

Av verdipapirhandelloven § 2-2 første ledd følger at den som på grunn av sin eierandel i utstederforetaket, eller på grunn av sitt arbeid, oppdrag eller tillitsverv får kjennskap til opplysninger som nevnt i § 2-1 første ledd, ikke må gi slike opplysninger til uvedkommende. Personer som nevnt i første ledd, og som har opplysninger som nevnt, må heller ikke gi råd om handel med de finansielle instrumentene opplysningene vedrører. Av bestemmelsens tredje ledd følger at et foretak med børsnoterte finansielle instrumenter skal føre lister over personer som mottar opplysninger som nevnt i § 2-1 første ledd og som ikke er ansatt eller tillitsmann i foretaket. Dersom de aktuelle opplysningene skal oversendes børsen etter børsloven § 4-7, skal listen vedlegges oversendelsen. Foretaket plikter å oppbevare listene i minst 10 år.

I verdipapirhandelloven § 2-3 første ledd er det fastsatt at personer som nevnt i § 2-1 annet ledd ikke kan foreta tegning, kjøp, salg eller bytte av børsnoterte finansielle instrumenter utstedt av det foretaket de er tilknyttet i tidsrommet to måneder før offentliggjøring av styrets forslag til utsteders årsregnskap eller to måneder før foreløpig årsregnskap dersom dette offentliggjøres tidligere. Slike disposisjoner kan heller ikke foretas i tidsrommet en måned før offentliggjøring av utsteders delårsrapport. Forbudet gjelder tilsvarende for rettigheter nevnt i § 2-1 første ledd annet punktum. Forbudet er ikke til hinder for salg av tegningsretter i forbindelse med kapitalforhøyelse, eller normal utøvelse av tidligere inngått opsjon- eller terminkontrakt ved kontraktens utløp. Av § 2-3 tredje ledd følger at børsen i særlige tilfelle kan gjøre unntak fra denne bestemmelsen.

Av verdipapirhandelloven § 2-6 følger det at ingen må søke uredelig å påvirke kursen på et finansielt instrument som er notert på norsk børs. Som uredelig påvirkning regnes for eksempel å spre uriktige eller villedende opplysninger, eller inngå fiktive avtaler med det formål å få noen til å tegne, kjøpe eller selge finansielle instrumenter eller rettigheter til finansielle instrumenter, eller å avstå fra dette, å påvirke tegningskurs, eller å påvirke bytteforholdet ved sammenslåing eller deling av selskaper. Tilsynet med reglene om markedsmanipulasjon tilligger i utgangspunktet Kredittilsynet, jf. verdipapirhandelloven § 12-1 annet ledd, men børsen skal som deltager i myndighetenes tilsyn med verdipapirhandelen, jf. børsloven § 1-5 og verdipapirhandelloven § 12-1 tredje ledd delta i dette tilsynet og også delta i undersøkelser av om brudd på bestemmelsene har forekommet. I denne forbindelse kan også nevnes børsloven § 4-5 som fastsetter at kursen på et verdipapir skal gi uttrykk for den aktuelle markedsverdi og at børsstyret skal sørge for at kursnoteringene skjer i overensstemmelse med lov og kravene til god forretningsskikk.

Av verdipapirhandelloven § 3-1 følger det at de ansatte og tillitsvalgte som er nevnt i verdipapirhandelloven § 2-1 annet ledd straks skal gi børsen melding

om kjøp, salg eller tegning av aksjer utstedt av selskapet eller selskaper i samme konsern. Det samme gjelder selskapets handel med egne aksjer. Videre gjelder meldeplikten for foretak som eier børsnoterte aksjer i et annet foretak og som på grunn av eierskapet er representert i vedkommende foretaks styre. Meldeplikten gjelder også lån hvor fordringen gir rett til å kreve utstedt aksjer i selskapet, inngåelse, kjøp, eller salg av tegningsretter, opsjoner og tilsvarende rettigheter knyttet til aksjer, samt grunnfondsbevis. Videre omfatter meldeplikten også handler foretatt av vedkommendes nærstående. Selskapet skal sende inn oversikt over meldepliktige til børsen og de meldepliktige skal sende børsen oversikt over sine nærstående, jf. § 3-1 fjerde og femte ledd.

I verdipapirhandelloven §§ 3-2 og 3-3 er det fastsatt regler om flagging av erverv av større aksjeposter og rettigheter til aksjer. Dersom et erverv fører til at erververens andel av aksjer og/eller rettigheter til aksjer som er notert på norsk børs når opp til eller passerer $1/10$, $1/5$, $1/3$, $1/2$, $2/3$ eller $9/10$ av aksjekapitalen eller en tilsvarende andel av stemmene i selskapet, skal erververen melde ervervet til børsen. Bestemmelsen gjelder tilsvarende for den som ved avhendelse endrer sin andel av aksjer slik at andelen reduseres til eller passerer de fastsatte grensene. Like med erververens eller avhenderens egne aksjer eller rettigheter til aksjer, regnes aksjer eller rettigheter til aksjer som eies eller i tilfelle erverves eller avhendes av nærstående som nevnt i verdipapirhandelloven § 1-5. Børsen skal offentliggjøre meldingene.

Det følger av verdipapirhandelloven § 4-1 at den som gjennom erverv blir eier av børsnoterte aksjer som representerer mer enn 40 prosent av stemmene i et norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk børs, plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet. Dersom erverv av rett til å bli aksjeeier må anses som reelt erverv av aksjene, kan børsen etter verdipapirhandelloven § 4-1 tredje ledd pålegge tilbudsplikt for den som gjennom slikt erverv får rett til å bli eier av aksjer som sammen med vedkommendes øvrige aksjer representerer mer enn 40 prosent av stemmene i et børsnotert selskap. Det gjelder unntak fra tilbudsplikten der tilbudspliktgrensen overskrides ved visse former for erverv, for eksempel i form av arv, gave eller fusjonsvederlag. Børsen kan i særlige tilfelle pålegge tilbudsplikt også i slike tilfelle, jf. verdipapirhandelloven § 4-2. Det gjelder også unntak fra tilbudspliktreglene når en finansinstitusjon erverver aksjer i et selskap for å unngå eller begrense tap på et engasjement, dersom institusjonen straks gir melding om dette til børsen. Børsen kan pålegge institusjonen plikt til å fremsette tilbud eller å avhende aksjer slik at tilbudsplikten bortfaller, jf. verdipapirhandelloven § 4-3. Etter verdipapirhandelloven § 4-4 kan børsen gjøre unntak fra reglene i verdipapirhandelloven kapittel 4 dersom selskapets aksjer er notert på flere børser. Børsen avgjør om det skal foretas identifikasjon mellom en aksjeeiers aksjer og aksjer som erverves eller eies av dennes nærstående, jf. verdipapirhandelloven § 4-5. Etter verdipapirhandelloven § 4-8 skal den som har tilbudsplikt gi melding om dette til børsen, som skal offentliggjøre meldingen. Dersom det ikke inngis slik melding, eller tilbudsplikten på annen måte bestrides, skal børsen treffe vedtak vedrørende de spørsmål saken reiser. I tilbudet skal det angis en frist for aksjeeier til å akseptere tilbudet, jf. verdipapirhandelloven § 4-11. Før tilbudsperiodens utløp kan tilbyder fremsette et nytt tilbud, dersom tilbudet blir

godkjent av børsen, jf. verdipapirhandelloven § 4-12. Etter verdipapirhandelloven § 4-14 skal børsen godkjenne tilbudet og tilbudsdokumentet før tilbudet fremsettes eller offentliggjøres. Børsen har visse plikter i forbindelse med selskapets uttalelse om tilbudet, jf. verdipapirhandelloven § 4-16. Dersom nærmere angitte regler i verdipapirhandelloven kapittel 4 ikke overholdes kan børsen beslutte tvangssalg av aksjene, jf. verdipapirhandelloven § 4-20.

Ytterligere er børsen i børsloven og børsforskriften, samt verdipapirhandelloven kapittel 5 tillagt ansvar for kontroll med prospekter som skal utarbeides i henhold til dette kapittel. Børsloven § 4-3 tredje ledd fastsetter at de nærmere regler om opptak til børsnotering fastsettes i børsforskriften. Av børsforskriften § 16-1 følger det at selskap som søker børsnotering av selskapets aksjer, herunder aksjer i ny aksjeklasse, skal utarbeide introduksjonsprospekt. Nærmere regler om unntak fra plikten i visse tilfeller, tidspunkt for offentliggjøringen og innholdet i prospektet er gitt i børsforskriften §§ 16-2, 16-3 og kapitlene 14 og 15. For øvrig kan børsstyret helt eller delvis fritta for plikten til å utarbeide prospekt dersom særlige grunner tilsier det, jf. børsforskriften § 16-1 tredje ledd og 20-2 annet ledd. Lignende regler om krav til prospekt ved børsnotering av opsjoner er gitt i børsforskriftens kapittel 20 og 21. Bestemmelsene i børsloven med forskrifter gjennomfører EØS-regler som svarer til børsprospektdirektivet (Rdir. 80/390 EØF) som blant annet fastsetter at medlemsstatene skal påse at opptak til offisiell børsnotering betinges av at det offentliggjøres et prospekt som skal kontrolleres og godkjennes av den myndighet som er utpekt av medlemsstaten, jf. artikkel 18 jf. artikkel 3.

Unntak fra plikten til å utarbeide prospekt ved børsnotering av selskapets aksjer eller obligasjoner er blant annet gjort for de tilfeller hvor selskapet forut for søknad om børsnotering har utarbeidet emisjonsprospekt som har vært underlagt kontroll i henhold til verdipapirhandelloven § 5-7 og det ikke har gått mer enn 3 måneder siden offentliggjøringen, jf. børsforskriften § 16-1 første ledd og § 20-2 første ledd. Verdipapirhandelloven kapittel 5 inneholder regler om prospektkrav ved offentlig tilbud. Verdipapirhandelloven § 5-1 fastsetter at det ved tilbud om tegning av omsettelige verdipapirer som rettes til flere enn 50 personer i det norske verdipapirmarkedet og gjelder et beløp større enn 40.000 euro, skal utarbeides prospekt etter reglene i verdipapirhandelloven kapittel 5. Tilsvarende gjelder ved første gangs tilbud som nevnt om kjøp av omsettelige verdipapirer som ikke er børsnoterte og hvor det tidligere ikke er utarbeidet prospekt etter verdipapirhandelloven kapittel 5. Plikten til å utarbeide prospekt gjelder også ved tilbud om kjøp av børsnoterte verdipapirer, som rettes til flere enn 50 personer i det norske verdipapirmarkedet og gjelder et beløp større enn 40.000 euro, når tilbudet fremsettes før det er gått 3 måneder fra verdipapirene ble utstedt. I verdipapirhandelloven §§ 5-2, 5-3 og 5-4 er det oppstilt enkelte unntak fra plikten etter § 5-1. Av § 5-12 følger det at Finansdepartementet kan fastsette nærmere regler om utarbeidelse og kontroll med prospekt når det fremsettes tilbud om de samme verdipapirer i flere EØS-stater samtidig eller med korte mellomrom.

Det følger av verdipapirhandelloven § 5-1 at børsen avgjør i tvilstilfelle om flere adskilte tilbud skal anses som ett tilbud. Videre følger det av verdipapirhandelloven § 5-7 at ved tilbud som gjelder verdipapirer som er eller søkes børsnotert, skal prospektet sendes børsen for kontroll senest en uke før tilbu-

det fremsettes. Ved tilbud som gjelder verdipapirer som ikke er eller søkes børnotert, skal prospektet sendes børsen for registrering før det offentliggjøres, jf. verdipapirhandelloven § 5-8.

Bestemmelsene i verdipapirhandelloven med forskrifter gjennomfører EØS-regler som svarer til Rdir. 89/298/EØF om samordning av kravene til utforming, kontroll og spredning av det prospekt som skal offentliggjøres når verdipapirer legges ut til offentlig tegning.

9.1.1.2 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår at det fastsettes i børsloven at børs skal overvåke handelen og kursnoteringene og sørge for at dette skjer i overensstemmelse med lov og forskrifter, børsens regler og forretningsvilkår, og kravene til god forretningsskikk. I følge utvalget er dette i hovedsak er en videreføring av børsloven § 4-5 annet ledd. Utvalget foreslår ikke å videreføre bestemmelsen i børsloven § 1-5 om at børsen skal medvirke i myndighetenes tilsyn med verdipapirhandelen. Utvalget uttaler (NOU 1999: 3 sidene 217-218):

«Med en løsere tilknytning til forvaltningen, bør børsens ansvar for *tilsyn med verdipapirmarkedene* utgangspunktet være begrenset til tilsyn med overholdelse av børsens egne regler, og visse offentlig fastsatt regler knyttet til børsvirksomheten, for eksempel prospektreglene i verdipapirhandelloven kapittel 5. Langt på vei bør børsers tilsyn ses på som børsers kontroll av kvaliteten på eget produkt, inkludert overholdelsen av egne vilkår for utstedere og medlemmer, mer enn som deltagelse i myndighetenes tilsyn med verdipapirmarkedene, slik børsloven § 1-5 fastsetter i dag. Børser bør imidlertid fortsatt ha plikt til å melde fra til Kredittilsynet dersom de har grunn til å tro at det er benyttet urimelige forretningsmetoder, opptrådt i strid med god forretningsskikk eller for øvrig handlet i strid med bestemmelser i verdipapirhandelloven. I forlengelsen av dette bør det tilligge Kredittilsynet å foreta anmeldelser til påtalemyndighetene ved mulige straffbare overtreddelser av disse reglene som Kredittilsynet har primæransvaret for å ha tilsyn med. Det forutsettes at børser fortsatt skal ha anledning til å anvende egne sanksjoner overfor sine direkte brukere som etter dagens lov, jf kapittel 20.4.8 nedenfor.»

Utvalget legger til grunn at oppfølging av markedsaktørens eventuelle overtreddelser av børsloven og børsens regler og forretningsvilkår i utgangspunktet tilligger børsen selv, med de sanksjoner børsen er tillagt overfor medlemmer og utstedere. Også det å foreta eventuelle politianmeldelser av brudd på den straffesanksjonerte informasjonsplikten for utstedere av børnoterte verdipapirer vil etter utvalgets syn i utgangspunktet ligge innenfor børsens ansvarsområde. Utvalget forutsetter at det vil skje en videreføring av et avtalefestet samarbeid mellom børser og Kredittilsynet.

Utvalget foreslår at verdipapirhandelloven § 2-2 tredje ledd endres slik at listene over personer som mottar opplysninger som nevnt i § 2-1 første ledd og som skal oversendes til børsen, også skal oversendes Kredittilsynet.

Utvalget foreslår at hjemmelen til å gjøre unntak fra verdipapirhandelloven § 2-3 om forbud mot handel i visse perioder overføres fra børsen til Kredittilsynet som del av tilsynet med reglene om innsidehandel.

I omtalen av verdipapirhandelloven § 2-6 har utvalget gitt uttrykk for at bestemmelsen i gjeldende børslov § 4-5 antagelig må forstås som en plikt for

børsen til å tilstrebe at kurs- eller handelsinformasjon ikke avviker fra markedsverdi, f.eks. gjennom manipulasjon. Når utvalget har foreslått i hovedsak å videreføre innholdet i bestemmelsen i § 4-5, forstår departementet det slik at utvalget legger til grunn at børs fortsatt skal ha tilsyn med at verdipapirhandelens forbud mot kursmanipulasjon i § 2-6 overholdes.

Utvalget anser at børser fortsatt bør være mottaker av flaggemeldinger i henhold til verdipapirhandelloven § 3-2 og meldinger om primærinnsideres handel i henhold til reglene om meldeplikt i verdipapirhandelloven § 3-1. Utvalget uttaler (NOU 1999:3 side 218):

«Disse gjelder kun i forhold til børsnoterte verdipapirer. Formålet med melde- og flaggeplikten er blant annet at slike meldinger kan ha betydning for kursen på børsnoterte verdipapirer. Mottagelse og offentliggjøring av disse hører derfor naturlig sammen med børsens formidling av kurssensitiv informasjon fra utstedere og formidling av kursinformasjon.»

Når det gjelder overvåking og kontroll av reglene i verdipapirhandelloven §§ 3-1 og 3-2 mener utvalget at ansvaret som i dag bør tilligge både Kredittilsynet og børs. Utvalget uttaler i denne forbindelse (NOU 1999:3 side 218):

«Det vil i den forbindelse være et hensiktsmessighetsspørsmål hvem som skal foreta den nærmere oppfølging av om plikten overholdes, herunder å kontrollere opplysninger mot de lister foretakene og primærinnsiderne sender over meldepliktige personer, jf verdipapirhandelloven § 3-1 fjerde og femte ledd. Eventuelle anmeldelser til påtalemyndigheten av mulige straffbare overtredelser bør tilligge Kredittilsynets ansvarsområde. Det antas at børs og Kredittilsynet vil kunne avtale den praktiske arbeidsdeling i en samarbeidsavtale også i fremtiden.»

Utvalget drøfter om børsens tilsyns- og kontrolloppgaver i verdipapirhandelloven kapittel 4 om tilbudsplikt og frivillige tilbud ved oppkjøp av aksjer, bør overføres til Kredittilsynet, eller eventuelt et eget organ opprettet for dette formål. Utvalget peker på at reglene om tilbudsplikt og frivillig tilbud i hovedsak retter seg mot investorer som ikke på samme måte som børsmedlemmer og utstedere har et direkte forhold til børsen. Utvalget viser til sitt forslag om at børser ikke skal være en del av den offentlig forvaltning, og reiser spørsmål ved om børser bør tillegges direkte myndighet overfor investorer som børsen ikke har noe avtaleforhold med. Det vises også til utvalget generelt anser det som viktig at børser, for å være konkurransedyktige og effektive, i størst mulig grad bør gis anledning til å drive sin virksomhet som et ordinært næringsdrivende foretak. Utvalget mener at det kan synes lite forenlig med disse hensyn at børser som etter utvalgets forslag skal kunne være privateide, skal pålegges å bruke ressurser og kompetanse på å håndheve denne type regler. Børsens forvaltning av tilbudspliktreglene vil etter utvalgets mening også kunne reise interessekonflikter i forhold til børsens øvrige virksomhet, videre vil det kunne tenkes belastende for en børs å måtte ta upopulære avgjørelser overfor børsens brukere/kunder uten at avgjørelsen har direkte tilknytning til børsens profil og strategi. Det pekes videre blant annet på at dersom det opprettes flere børser, vil dette kunne medføre fare for ulik praksis mellom børsene, selv om den foreslåtte klagenemnd vil kunne avhjelpe dette.

Utvalget ser også flere hensyn som taler for at oppgavene knyttet til regelverket om tilbudsplikt og frivillige tilbud fortsatt skal ligge hos børsen. Det

vises blant annet til at dagens børs har opparbeidet faglig kompetanse og erfaring med regelverket, og har den nødvendige nærhet til markedet. Regelverket forutsetter aktiv oppfølging og raske avgjørelser, noe utvalget mener har fungert godt etter dagens regler. Utvalget mener det er lite hensiktsmessig å bygge opp noe nytt organ for dette formål, og anser videre at en overføring av disse oppgavene til Kredittilsynet vil være lite naturlig og hensiktsmessig i lys av Kredittilsynets formål og virksomhet.

Utvalget konkluderer under tvil med at håndhevelse av regelverket om tilbudsplikt og frivillige tilbud fortsatt bør tilligge børsen. I den utstrekning det etableres flere børser, vil forvaltningen av reglene etter utvalgets forslag tilligge den børs hvor aksjene er notert, eventuelt primærbørsen.

Når det gjelder børsens ansvar i forhold til regler om prospekt i medhold av børsloven og verdipapirhandelloven, viser utvalget til at børsprospektdirektivet (Rdir. 80/390 EØF) fastsetter at medlemsstatene skal påse at opptak til offisiell børsnotering betinges av at det offentliggjøres et prospekt som skal kontrolleres og godkjennes av den myndighet som er utpekt av medlemsstaten, jf. artikkel 18 jf. artikkel 3.

Utvalget anser at børs fortsatt bør ha ansvaret for kontroll med prospekter for verdipapirer som søkes børsnotert etter reglene i børsprospektdirektivet. Utvalget uttaler i denne forbindelse (NOU 1999:3 side 215):

«Utstedelse av slikt prospekt er et vilkår for opptak til offisiell notering og kontrollen er således en del av saksbehandlingen av søknader om opptak av nye selskaper, og har for øvrig nær tilknytning til håndheving av utstedernes informasjonsplikt. Kravet til prospekt bør fastsettes i loven, med de spesifikke minimumsreglene som følger av direktivet i forskrift. Den enkelte børs bør for øvrig kunne fastsette nærmere regler om hva prospekter for børsnoterte verdipapirer skal inneholde.»

De samme hensyn som tilsier at børs har kontroll med prospekter som skal utarbeides i henhold til børsprospektdirektivet, tilsier etter utvalgets syn at børs bør ha ansvaret for kontroll av prospekter utarbeidet med grunnlag i verdipapirhandelloven § 5-1, for verdipapirer som er eller søkes børsnotert ved den aktuelle børs. Utvalget viser til at regelmessig vil ett og samme prospekt ta sikte på å oppfylle kravene både til børsopptak- og emisjonsprospekter.

Utvalget stiller imidlertid spørsmål ved om børser bør ha ansvaret for registrering av prospekter for unoterte verdipapirer. Utvalget uttaler (NOU 1999:3 side 215):

«Utstedere av unoterte verdipapirer har i utgangspunktet ikke noe forhold til noen børs, og det fremstår derfor mindre naturlig at en børs, med et fjernere forhold til offentlig forvaltning enn dagens børs, skal ha oppgaver som ikke har tilknytning til børsnotering. Slike oppgaver vil også trekke ressurser og fokus fra børsens kjernevirksomhet, selv om børsen i dag har hjemmel til å kreve gebyr av tilbyder til dekning av utgifter ved registrering av prospekter. På den annen side er ikke registreringsordningen særlig ressurskrevende. Det vises til at det i forarbeidene, jf. Ot. prp. nr. 29 (1996-97) er forutsatt at børsen ikke skal ha noen omfattende kontroll av opplysninger i prospektet, kun foreta en registrering av dette, jf. verdipapirhandelloven § 5-8 og Rdir. 89/298/EØF artikkel 14.

Registreringsordningen innebærer at det må vurderes om det innsendte dokument er et prospekt, i tilfelle registrere dette i en offentlig tilgjengelig database, bekrefte dette overfor utsteder, og oppbevare dokumentet. Dertil følger noe arbeid knyttet til veiledning, håndheving når det oppdages overtredelser, samt eventuelle dispensasjoner. Prospektregistrering fordrer i utgangspunktet ikke store ressurser eller særskilt kompetanse. I perioden januar til november 1998 har Oslo Børs registrert ca 80 slike prospekter.»

Siden staten har direktivforpliktelser til å etablere og forvalte en registreringsordning, samtidig som dette kan anses å ligge utenfor private børsers naturlige oppgaver, bør det i følge utvalget vurderes å legge registreringsordningen til et forvaltningsorgan. Utvalget peker i denne forbindelse på at Kredittilsynet har tilsyn med verdipapirmarkedet. En annen mulighet kan i følge utvalget være å legge registreringsordningen til Brønnøysundregistrene. Utvalget viser til at Foretaksregisteret har elektroniske systemer og kompetanse til å håndtere lovbestemte registreringsordninger med kontroll av blant annet aksjeselskaps vedtak med mer.

Utvalget konkluderer med at registreringsordningen bør legges til Foretaksregisteret og begrunner dette med at registerets kompetanse og erfaring gjør det til et egnet forvaltningsorgan for oppgaven. Det vises også til at det ved kontroll av disse prospektene ikke er behov for den nærhet til verdipapirmarkedet som Kredittilsynet eller børsen representerer. Ytterligere viser utvalget til at Foretaksregisteret allerede i dag kontrollerer om det forelå prospektkrav i forbindelse med registrering av kapitalforhøyelser i norske aksjeselskaper, jf. foretaksregisterloven § 4-4 bokstav g og § 5-1 fjerde ledd. Utvalget foreslår etter dette en endring i verdipapirhandelloven § 5-8 slik at det fremgår at ved tilbud som gjelder verdipapirer som ikke er eller søkes børsnotert, skal prospektet sendes Foretaksregisteret for registrering før det offentliggjøres.

Når det gjelder dispensasjonssøknader og andre avgjørelser for så vidt gjelder plikten til å utarbeide prospekt, jf. blant annet verdipapirhandelloven § 5-3 annet og tredje ledd, innholdet i prospektet jf. § 5-5 annet og tredje ledd og § 5-6, og offentliggjøringsmåter, jf. § 5-11 annet ledd annet punktum, forutsetter utvalget at samme organ som er tillagt registrering eller kontroll av prospektet vil behandle slike henvendelser. Dette innebærer at kompetansen vil tilligge Foretaksregisteret for såvidt gjelder tilbud om verdipapirer som ikke er børsnotert, og den børs der verdipapirene er eller søkes børsnotert når det er aktuelt. Utvalget foreslår etter dette endringer i de nevnte bestemmelsene som reflekterer dette. At § 5-11 annet ledd annet punktum ikke er foreslått endret i utvalgets lovutkast antar departementet skyldes en forglemmelse.

På bakgrunn av Kredittilsynets rolle som tilsynsmyndighet for overholdelse av verdipapirhandellovens bestemmelser, jf. verdipapirhandelloven § 12-1 annet ledd, anser utvalget det naturlig at Kredittilsynet er Brønnøysundregistrenes overordnede organ med hensyn til saker etter verdipapirhandelloven kapittel 5. For børsers avgjørelser foreslår utvalget at Børsklagenemnden fortsatt skal være klageorgan.

Om den forskriftskompetansen børsen er tillagt i verdipapirhandelloven kapittel 5 uttaler utvalget følgende.

«Departementet bør i såfall gis den forskriftskompetansen børsen er tillagt i verdipapirhandelloven kapittel 5, dersom forskriftene vil gjelde både prospekter som skal kontrolleres av børsen og etter forslaget registreres av Brønnøysundregistrene, jf verdipapirhandelloven § 5-2 første ledd annet punktum og § 5-3 tredje ledd.»

9.1.1.3 Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet viser til at utvalget har gitt uttrykk for at bestemmelsen i § 5-11 er ment å være en videreføring av gjeldende børslov § 4-5. Kredittilsynet er enig i at bestemmelsen bør videreføres, og slutter seg til utvalgets forslag til endringer i lovteksten.

Kredittilsynet deler i utgangspunktet utvalgets syn om at børsens tilknytning til offentlig forvaltning til en viss grad bør reduseres, og at dette bør få konsekvenser for hvilke oppgaver som tillegges børsene og hvorledes disse er organisert. Kredittilsynet mener imidlertid at børsenes samfunnsmessige betydning kan tilsi at de pålegges en plikt til å medvirke ved oppfølgingen av markedsaktørenes overholdelse av offentligrettslige regler i noe større grad enn utvalget legger opp til. Kredittilsynet sikter særlig til atferdsreglene i verdipapirhandelloven kapittel 2 og uttaler i denne forbindelse:

«En mest mulig effektiv kontroll med overholdelsen av dette regelverket er nødvendig for å sikre tilliten til det norske verdipapirmarkedet som sådan og til den enkelte markedsplass. Børsenes nærhet til markedet tilsier at de er særlig egnet til å utføre enkelte kontrolloppgaver som har en klar side til det offentliges ansvar for å føre tilsyn med verdipapirmarkedet og dets aktører. Tilsvarende vil også gjelde i forhold til de autoriserte markedsplassene.

(...)

Kredittilsynet mener dagens arbeidsdeling mellom børs og Kredittilsynet mht. markedsovervåking i hovedsak bør videreføres, med de endringer som fremgår av merknadene til de enkelte bestemmelser nedenfor.

(...)

Børsenes markedsovervåking skal bl.a. påse at aktørene følger børsloven, forskrifter og de regler og forretningsvilkår som er fastsatt av den enkelte børs. Det er imidlertid også nødvendig med børsens deltakelse i kontrollen av markedsaktørenes overholdelse av andre bestemmelser, og det siktes da særlig til atferdsreglene i verdipapirhandelloven kapittel 2 (forbudene mot ulovlig innsidehandel, kursmanipulasjon m.m.). Børsenes nærhet til markedet gjør dem spesielt egnet til å medvirke i tilsynet med overholdelsen av disse atferdsreglene. Børsenes innsats på dette området må anses både som en kontroll av kvaliteten på eget produkt, og som et ledd i den offentlige kontrollen med verdipapirmarkedene. Kredittilsynet vil sterkt understreke betydningen av en effektiv markedsovervåking på børs som en nødvendig del av det samlede tilsynet med verdipapirmarkedene. Børsene og finansmarkedet for øvrig er avhengige av både nasjonal og internasjonal tillit til at dette tilsynet samlet sett fungerer på en tilfredsstillende måte. Kredittilsynet mener dagens samarbeid og samordning mellom tilsynsmyndighet og børs i hovedsak bør videreføres. Det samme gjelder prinsippet i gjeldende børslov § 1-5 første ledd om at børsene plikter å medvirke i myndighetens tilsyn med verdipapirhandelen.»

Kredittilsynet viser til at Finansinspektionen i svensk rett er gitt hjemmel til å fastsette nærmere regler om hvordan børsene skal utføre markedsovervåkingen. Kredittilsynet mener at det er hensiktsmessig å innta en tilsvarende hjemmel i den norske børsloven som et tillegg i utkastets § 5-11 første ledd. Kredittilsynet mener en slik forskriftshjemmel vil være nødvendig for å fastsette den nærmere arbeidsdelingen mellom den enkelte børs og Kredittilsynet. I forhold til Oslo Børs mener Kredittilsynets at det i tillegg vil være hensiktsmessig at arbeidsdelingen mellom partene reguleres av en samarbeidsavtale, etter mønster av dagens ordning.

Aksjesparerforeningen påpeker at mange markedsaktører ikke oppfatter børsens og Kredittilsynets tilsynsvirksomhet som tilstrekkelig effektiv og/eller forebyggende. Aksjesparerforeningen uttaler:

«Børsen og Kredittilsynet må arbeide sammen om å styrke tilsynsfunksjonen, og formodentlig innta en mer pro-aktiv holdning innen sine respektive tilsynsområder. Foreningen støtter børslovutvalgets forslag om at det overordnede tilsynet av børsen overføres fra Finansdepartementet til Kredittilsynet. Hvorvidt detaljregulering og fordelingen av tilsynsoppgavene mellom Oslo Børs og Tilsynet bør skje i lov- eller avtaleform, mener foreningen partene i samarbeide med departementet vil være velegnet til å avgjøre. Årsaken er bl.a. det eksisterende samarbeide (avtalen) partene i dag har på området. Foreningen presiserer at det er viktig at departementet deltar aktivt i dette arbeidet, slik at de forholdene partene blir enige om bør lovreguleres tas inn i lovfor-slaget til ny børslov.»

Arbeids- og administrasjonsdepartementet påpeker at det er særlig viktig at det nye regelverket ivaretar hensynet til integritet og tillit til markedsplassen og uttaler i denne forbindelse:

«Det vil også være naturlig å gå bort fra at dagens modell med sammenblanding av offentlig myndighetsutøvelse og forretningsmessig drift, f. eks ved å legge den overordnede tilsynskompetansen for markedsplassen til Kredittilsynet.»

Konkurransetilsynet uttaler at det er positivt til at børsens ansvar for tilsyn med verdipapirmarkedene i utgangspunktet bør være begrenset til tilsyn med overholdelse av børsens egne regler og visse offentlig fastsatte regler knyttet til børsvirksomheten, ved en løsere tilknytning til forvaltningen.

Norsk Oppgjørssentral mener at oppgaver som ikke direkte er relatert til det å drive et velordnet marked for finansielle instrumenter, ikke bør tillegges børsen. Norsk Oppgjørssentral uttaler:

«Markedsplassenes tilsyn med verdipapirmarkedene bør være begrenset til tilsyn med overholdelse av markedsplassens egne regler, og naturligvis offentlige fastsatte regler knyttet til børsvirksomheten. Dette er også utgangspunktet i kapittel 20, og NOS er av den oppfatning at en rekke flere oppgaver enn de foreslåtte, bør vurderes flyttet fra børsen til offentlig myndighet.»

Norsk Oppgjørssentral påpeker at dersom ikke også andre børser har denne type oppgaver, vil disse oppgavene kunne føre til dårligere konkurransevilkår for norske børser enn for utenlandske børser. Dette vil i følge Norsk Oppgjørssentral kunne føre til at børser velger å etablere seg i andre land enn Norge.

Norges Fondsmeglerforbund viser til at utvalget ikke foreslår særlig store endringer i børsens oppgaver og myndighet. Forbundet viser videre til at utvalget ser børsens myndighetsutøvelse som en form for kvalitetssikring av børsens produkter. Forbundet støtter i hovedsak utvalgets forslag til regler om børsens oppgaver og myndighet.

Folketrygdfondet uttaler at Børslovutvalgets innstilling først og fremst må ses som et forslag til en hensiktsmessig teknisk organisering av børsvirksomhet, mer enn som et forslag til hvorledes børsen skal oppnå den nødvendige tillit og troverdighet. En hensiktsmessig organisering kan kun sies å være et første skritt på veien mot en mer tillitvekkende og velfungerende markeds plass. Folketrygdfondet legger derfor til grunn at dette vil bli fulgt opp gjennom andre tiltak og en utfyllende børsforskrift som regulerer tilsynsoppgavene på en hensiktsmessig måte. I denne forbindelse uttaler fondet følgende:

«En må her skille mellom de oppgaver som i første rekke tar sikte på tilsyn og kontroll av selve markeds plassen og omsetningen av verdipapirer og de tilsynsoppgaver som er rettet mot utstederne og deres plikter. En rekke hendelser de senere år understreker behovet for større fokusering på innsiddeproblematikk og kravene til likebehandling av aksjonærer.»

Sparebankforeningen er enig i utvalgets prinsipielle holdning at det er viktig å redusere den enkelte børs tilknytning til offentlig forvaltning, som ledd i å styrke børsers konkurransevne. Etter foreningens syn bør håndhevelse av reglene om offentlige tilbud tilligge et organ utenom børsen, for eksempel Kredittilsynet. Det vises i denne forbindelse til at tilbudsplikten gjelder investorer som børsen ikke har noe direkte avtaleforhold til. Dessuten bør børsens ansvar for tilsyn med verdipapirmarkedene etter foreningens syn, være begrenset til tilsyn med overholdelse av børsens egne regler, og visse offentlige regler knyttet til børsvirksomhet. Sparebankforeningen uttaler i denne forbindelse:

«Som et resultat av forslaget om at børser vil være underlagt offentlig tilsyn av Kredittilsynet, vil de i denne forbindelse være underlagt nødvendig og tilstrekkelig rapporteringsplikt, slik at Kredittilsynet kan føre tilsyn med at lovbestemmelsene blir overholdt.»

Statistisk sentralbyrå peker på at den endrede organisasjonsformen vil være med å redusere børsens tilknytning til offentlig forvaltning. Oppgaver i form av offentlig myndighetsutøvelse og deltagelse i myndighetenes tilsyn med verdipapirmarkedet bør således etter Statistisk sentralbyrås oppfatning, ikke lenger utføres av børsen, men overføres til et forvaltningsorgan.

Norges Bank legger til grunn at tilsynet med handelen bør organiseres slik at det daglige tilsynet skjer i børsen, mens Kredittilsynet tilser at børsens tilsyn holder adekvat standard. Norges Bank uttaler i denne forbindelse:

«Selv om Kredittilsynet skal ha det eksterne tilsynet, skal børsen eller markeds plassen selv overvåke handelen og kursnoteringene. Kredittilsynet bør gis mulighet til å følge opp markedsovervåkingen. Det må tas hensyn til at børsen og dens ansatte er nær markedet og aktørene i markedet og at det derfor er et poeng i at et offentlig organ tar de overordnede avgjørelsene.

(...)

Denne måten å organisere tilsynet med handelen på, det daglige tilsyn i børsen og tilsyn med at dette holder adekvat standard i Kredittilsynet, er i samsvar med den tilsynsfilosofi som har utviklet seg internasjonalt.»

Kredittilsynet og Oslo Børs slutter seg til utvalgets forslag til endring i verdipapirhandelloven § 2-2 tredje ledd som innebærer at lister over personer som mottar opplysninger som nevnt i § 2-1 første ledd, og som ikke er ansatt eller tillitsmann i foretaket, også skal sendes til Kredittilsynet. Kredittilsynet uttaler:

«Listene skal oversendes Kredittilsynet og børs dersom de aktuelle opplysningene skal oversendes børs etter bestemmelsen om utsteders opplysningsplikt iht. børsloven § 5-7 første ledd.

Kredittilsynet mener det kan være hensiktsmessig at slik informasjon går direkte til tilsynsmyndigheten, i tillegg til at den oversendes børs. Kredittilsynet vil på denne måten få informasjon direkte fra utstederne, og på denne bakgrunn kunne iverksette egne undersøkelser i forholdt til overholdelsen av atferdsreglene i verdipapirhandelloven kapittel 2. Som nevnt under pkt. 4.2.9.2 ovenfor, forutsetter imidlertid Kredittilsynet at børsene også i fremtiden har en fremtredende rolle knyttet til det samlede tilsyn med verdipapirmarkedene.»

Både Kredittilsynet og Oslo Børs støtter også utvalgets forslag om å overføre hjemmelen til å gjøre unntak fra verdipapirhandelloven § 2-3 om forbud mot handel i visse perioder fra børsen til Kredittilsynet. Kredittilsynet uttaler i denne forbindelse:

«Dette forslaget vil bl.a. sikre at dispensasjonsadgangen praktiseres av ett organ, fremfor av den enkelte børs. Dette bidrar til å sikre enhetlig praktisering av regelverket. Kredittilsynet vil påpeke at slike saker etter sin natur forutsetter en relativt rask saksgang. Dette kan få konsekvenser for Kredittilsynets ressursbruk i forhold til håndheving av verdipapirhandellovens atferdsregler, noe som kommenteres nærmere under pkt. 9 nedenfor. Kredittilsynet har for øvrig ingen merknader til forslaget.»

Kredittilsynet og Oslo Børs er videre enig i utvalgets forslag om å videreføre børsers ansvar for å motta og offentliggjøre meldinger fra primærinnsidere mv. og flaggemeldinger etter verdipapirhandelloven §§ 3-1, 3-2 og 3-3. Ingen av de øvrige høringsinstansene kommenterer dette spørsmålet direkte.

Når det gjelder oppfølging av investorers overtredelse av disse bestemmelsene, viser Kredittilsynet til at børsen i dag foretar overvåking og oppfølging av de saker hvor det foreligger mistanke om slik overtredelse. Saker om overtredelse av meldeplikten i henhold til verdipapirhandelloven § 3-1 oversendes Kredittilsynet for videre saksbehandling, mens børsen selv håndterer overtredelser av verdipapirhandelloven § 3-2 om flaggeplikt, med direkte oversendelse til påtalemyndigheten dersom forholdene tilsier det. Denne arbeidsdelingen fremgår av samarbeidsavtalen mellom Oslo Børs og Kredittilsynet. Kredittilsynet påpeker at utvalgets forslag om at eventuelle anmeldelser til påtalemyndigheten av mulige straffbare overtredelser skal tilligge Kredittilsynet vil forutsette en endring i forhold til dagens praktiske arbeidsdeling som gjelder for blant annet flaggepliktsaker. Kredittilsynet uttaler videre om dette:

«Kredittilsynet vil ikke utelukke at børsene på enkelte områder også i fremtiden bør kunne anmelde mulige straffbare overtredelser til påtalemyndigheten. Dette gjelder særlig på områder hvor børsene for øvrig er tillagt et ansvar for forvaltning av regelverket. Der hvor Kredittilsynet har et primæransvar for å følge opp overholdelsen av regelverket, er det imidlertid naturlig at det er Kredittilsynet som har kompetansen til å foreta politianmeldelser.»

Oslo Børs anfører at utvalget synes å gå lenger enn hva som er hensiktsmessig når de foreslår at kompetansen til å anmelde overtredelser av bestemmelsene bare skal tilligge Kredittilsynet. Oslo Børs uttaler i denne forbindelse:

«Når det gjelder straffebud som beskytter kursfastsettelsen på børsnoterte verdipapirer spesielt, bør kompetansen til å anmelde overtredelser til påtalemyndigheten ligge både hos Kredittilsynet og børsen. Dette er et annet spørsmål enn spørsmålet om hvilken myndighet som skal ha forvaltningsansvaret for vphl. Oppfølgingen av overtredelser av slike bestemmelser har stor betydning for kvaliteten på og tilliten til markedet. Børsen har egeninteresse i at disse bestemmelser fungerer etter sitt formål, og kan være nærmere til å vurdere dette enn Kredittilsynet. At det er tempo i saksbehandlingen i slike saker er avgjørende for tillitsspørsmålet. Forsinkende mellomledd bør unngås når dette ikke er nødvendig. Oslo Børs legger til grunn at anmeldelse bør foretas av børsen selv.

Det er ellers et alminnelig prinsipp at vedkommende som er fornærmet i en straffesak kan be påtalemyndigheten om straffeforfølgning. Dette bør også gjelde her. Den praktiske ordningen mellom Kredittilsynet og børsen, og eventuelle rutiner for å sikre kvalitet i arbeidet før anmeldelse skjer, bør overlates disse å løse ved avtale.

Et eksempel i dag der børsen selv anmelder forhold er i flaggesaker. Dette skjer i henhold til avtale med Kredittilsynet. Økokrim uttrykker tilfredshet med tempoet i saksbehandlingen. Å avvikle en slik ordning er i strid med børsens interesser og neppe en riktig vei å gå.»

Oslo Børs slutter seg til utvalgets forslag om en videreføring av børsens tilsynsoppgaver i forbindelse med verdipapirhandelens regler om tilbudsplikt og frivillige tilbud ved oppkjøp av aksjer, jf. verdipapirhandelloven kapittel 4.

Kredittilsynet mener at det er mest hensiktsmessig at hovedansvaret for tolkningen av regelverket i verdipapirhandelloven kapittel 4 legges til Kredittilsynet, med tilhørende klageadgang til departementet. Kredittilsynet mener at dette håndhevingsansvaret vil ha en naturlig sammenheng med andre oppgaver Kredittilsynet utfører. Kredittilsynet peker på at kompetansen etter verdipapirhandelloven kapittel 4 i hovedsak er knyttet til enkeltvedtak. Kredittilsynet mener verdipapirhandelloven kapittel 4 gir kompetanse til å fatte inngripende vedtak av offentligrettslig karakter og mot en stor personkrets som i utgangspunktet ikke har noe direkte tilknytningsforhold til børsen. Kredittilsynet uttaler at selv om børsen vil måtte følge forvaltningslovens regler om saksbehandling, er det Kredittilsynets oppfatning at slike avgjørelser bør treffes av et offentligrettslig organ. Kredittilsynet mener at dette også vil kunne sikre en høyere grad av integritet hos avgjørelsesmyndigheten. Kredittilsynet mener videre at hensynet til den enkelte investor og hensynet til en helhetlig håndhevelse av regelverket taler for at det er Kredittilsynet og ikke den enkelte børs som tillegges myndigheten etter verdipapirhandelloven kapittel

4. Når det gjelder den praktiske gjennomføringen av forslaget, uttaler Kredittilsynet:

«Kredittilsynet mener imidlertid at det bør åpnes for at det kan være børsen som i hovedsak forestår anvendelsen av regelverket for bl.a. godkjenning av tilbud og tilbudsdokumenter. Den nærmere kompetansedeling bør etter Kredittilsynets oppfatning kunne reguleres i en forskrift. Det forutsettes at det fastsettes en forskriftshjemmel i verdipapirhandelloven kapittel 4, ...»

Kredittilsynet mener at den foreslåtte løsningen vil medføre et utvidet ansvarsområde for Kredittilsynet, men at dette bør kunne løses i praksis ved samarbeid med den enkelte børs. Det uttales:

«Løsningen innebærer en utfordring mht. behovet for å foreta hurtig saksbehandling, og tilhørende behov for alltid å ha beredskap i forhold til investorer som utløser tilbudsplikt eller fremsetter frivillig tilbud.»

Kredittilsynet mener at behovet for å legge avgjørelsesmyndigheten etter verdipapirhandelloven kapittel 4 til andre enn børsen vil være særlig aktuell dersom det opprettes flere børser. Det uttales:

«Et alternativ til ovennevnte løsning vil være at det overlates til Kongen å fastsette hvem som skal forvalte dette regelverket. En slik løsning åpner for at dagens ordning med kompetent organ videreføres inntil videre, og at overføring av kompetansen til Kredittilsynet kan skje dersom det senere viser seg at behovet for slik overflytting oppstår.»

Også *Norges Bank* mener det er hensiktsmessig at Kredittilsynet får ansvaret for reglene om tilbudsplikt og frivillig tilbud og viser blant annet til at børsen ikke har noe direkte avtaleforhold til investorene. Videre mener *Norges Bank* at Kredittilsynet som overordnet tilsynsinnsinstans bør ha mulighet til å gripe inn i forhold til børsers drift og markedsregulering, med tilhørende klageadgang til Finansdepartementet.

Sparebankforeningen støtter også at oppgaver i tilknytning til verdipapirhandelloven kapittel 4 legges til Kredittilsynet. *Statistisk sentralbyrå* mener generelt at oppgaver i form av offentlig myndighetsutøvelse bør overføres til et forvaltningsorgan, mest naturlig Kredittilsynet. *Norsk Oppgjørssentral* gir uttrykk for lignende synspunkter, og viser blant annet til hensynet til børsers konkurransesituasjon.

Kredittilsynet slutter seg til utvalgets forslag om at det skal være den enkelte børs som har myndighet til å treffe avgjørelser vedrørende prospektkrav i medhold av verdipapirhandelloven kapittel 5 når det gjelder omsettelige verdipapirer som er eller søkes notert på børs. Kredittilsynet legger vekt på at det i slike saker vil være et tilknytningsforhold mellom parten og den enkelte børs, og at parten også vil være underlagt den enkelte børs interne regler og forretningsvilkår. Avslutningsvis uttaler Kredittilsynet at det forutsetter at løsningen er forenlig med de krav til myndighetskontroll som følger av prospekt-direktivene.

Kredittilsynet støtter også utvalgets forslag om at registreringsordningen for prospekter for omsettelige verdipapirer som ikke er eller søkes børsnotert, legges til Foretaksregisteret. Kredittilsynet uttaler i denne forbindelse at oppgavene knyttet til registreringsordningen har sammenheng med enkelte av de

øvrige ansvarsområder som ivaretas av Brønnøysundregistrene, herunder Foretaksregisteret. Kredittilsynet legger på denne bakgrunn til grunn at Foretaksregisteret vil ha den nødvendige faglige komptanse til å påta seg ansvaret for registreringsordningen.

Kredittilsynet peker på at utvalgets forslag innebærer at Foretaksregisteret tillegges kompetanse til å treffe visse avgjørelser i medhold av enkelte av bestemmelsene i verdipapirhandelloven kapittel 5 og uttaler i denne forbindelse:

«Avgjørelsene vil i gjelde de samme forhold som børser har myndighet til å avgjøre i forhold til prospekter for verdipapirer som er eller søkes børsnotert, med unntak av prospektkontrollen iht. vphl. § 5-7 og avgjørelser om avtalers gyldighet iht. vphl. § 5-13. Kredittilsynet ser det som hensiktsmessig at det vil være et forvaltningsorgan som har kompetansen til å treffe slike avgjørelser når foretakene som er parter i saken ikke har tilknytning til en børs. Slike foretak vil bl.a. ikke være underlagt den enkelte børs» interne retningslinjer og forretningsvilkår, slik tilfelle er for foretakene som er notert eller søker om opptak til notering. Ordningen sikrer videre at saksbehandlingen er underlagt forvaltningslovens regler om partsrettigheter, klageadgang m.m.»

Når det gjelder klagebehandlingen, støtter Kredittilsynet utvalgets forslag om at Kredittilsynet skal være Brønnøysundregistrenes overordnede organ i forhold til avgjørelser knyttet til registrering av prospekter. Kredittilsynet påpeker imidlertid at med en to-delt ordning for prospekter for henholdsvis børsnoterte og ikke-børsnoterte verdipapirer, vil man få to ulike klageorganer som skal ta stilling til tolkningen og anvendelsen av det samme regelverket. Klager over avgjørelser knyttet til prospekter for børsnoterte verdipapirer skal behandles av Børsklagenemnden, mens tilsvarende klageavgjørelser knyttet til prospekt for unoterte verdipapirer skal behandles av Kredittilsynet. Kredittilsynet peker på at et slikt to-sporet system åpner for at de to klageinstansene kan ha ulike oppfatninger om innholdet i de rettsreglene som begge instansene skal ta stilling til og uttaler:

«Ved eventuelle konflikter mellom de to instansenes avgjørelser, kan det reises spørsmål om hvorledes disse skal løses. Det bemerkes i denne sammenheng at Kredittilsynet har en lovpålagt oppgave å føre tilsyn med overholdelse av bestemmelsene i verdipapirhandelloven. Denne rollen har en generell karakter i forhold til klagenemndens mer spesielle kompetanseområde. Det er uansett klart at Kredittilsynet ikke har instruksjonsmyndighet overfor klagenemnden. Kredittilsynets avgjørelser vil kunne klages inn for Finansdepartementet. Klagenemndens avgjørelser kan ikke påklages videre administrativt.

En mulighet for å løse denne typen konflikter ligger i at avgjørelsene fra begge klageinstansene kan bringes inn for domstolen. Domstolspraksis vil i så fall gi føringer for klageinstansenes tolkning av regelverket, og sikre enhetlig praktisering av regelverket. Det bemerkes imidlertid at Børsklagenemndas avgjørelser hittil ikke har vært gjenstand for etterfølgende søksmål. Det er således tvilsomt om en domstolskapt praksis vil kunne gi de tilstrekkelige føringer.

Et annet alternativ er å fastsette at det er Børsklagenemnda som avgjør klager over avgjørelser fattet både av børs og av Foretaksregisteret i medhold av verdipapirhandelloven kapittel 5. Denne løsningen sikrer en enhetlig praktisering av regelverket, og man unngår mulige konflikter som angitt ovenfor. Dersom dette alternativet velges, påpe-

kes det at det vil være mest naturlig at det er Finansdepartementet (og ikke Kredittilsynet), som for øvrig er Foretaksregisterets overordnede organ knyttet til håndhevingen av verdipapirhandelloven kapittel 5. Også forskriftskomptansen i denne delen av verdipapirhandelloven foreslås av utvalget lagt til Finansdepartementet.»

Oslo Børs støtter forslaget om at myndighet vedrørende registrering av prospekter knyttet til tilbud om kjøp eller tegning av omsettelige verdipapirer som ikke er eller søkes børsnotert legges til Brønnøysundregistrene.

Brønnøysundregistrene slutter seg til utvalgets forslag og begrunnelse. Det vises i denne forbindelse til at Foretaksregisteret skal registrere den etterfølgende kapitalutvidelsen som prospektet omhandler. Av hensyn til en rasjonell og hensiktsmessig saksbehandling presiserer registeret at lovteksten klart må gi uttrykk for at når prospektet skal sendes inn skal det inngis en melding, hvor prospektet er vedlagt. Brønnøysundregistrene uttaler videre:

«Hvis man gjennomfører ordningen, slik utvalget har foreslått, synes det imidlertid nærliggende at en ser nærmere på utformingen av foretaksregisterloven § 4-4 g. Det burde være unødvendig at de selskapene som tidligere har sendt inn sitt registreringsprospekt på nytt må sende dette inn sammen med melding om gjennomføring av kapitalforhøyelsen. Det er jo nettopp samlingen av opplysninger på ett sted som vil gjøre den foreslåtte ordningen rasjonell.»

9.1.1.4 Departementets vurdering

Børsers ansvar for markedsovervåkingen og kontroll med verdipapirmarkedet

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at børs skal overvåke handelen og kursnoteringene og sørge for at dette skjer i overensstemmelse med lov og forskrifter samt børsens regler og forretningsvilkår. Departementet foreslår at alternativet om god forretningsskikk tas ut av forslaget. Det vises til at den tilsvarende formuleringen i gjeldende rett er ment som en henvisning til bestemmelsene om god forretningsskikk i verdipapirhandelloven. Departementet legger til grunn at dette vil følge av alternativet om at medlemsskapet kan bringes til opphør dersom medlemmer opptrer i strid med lov. Som utvalget legger departementet til grunn at oppfølging av markedsaktørens eventuelle overtredelser av børsloven og børsens regler og forretningsvilkår i utgangspunktet tilligger børsen selv, med de sanksjoner børsen er tillagt overfor medlemmer og utstedere. Departementet anser som utvalget at børsens markedsovervåking i medhold av denne bestemmelsen vil omfatte overvåking av at forbudet i verdipapirhandelloven § 2-6 mot kursmanipulasjon overholdes.

Utvalget har ikke foreslått å videreføre bestemmelsen i børsloven § 1-5 om at børsen skal medvirke i myndighetenes tilsyn med verdipapirhandelen. Utvalget har i denne forbindelse uttalt at med en løsere tilknytning til forvaltningen, bør børsens ansvar for tilsyn med verdipapirmarkedene i utgangspunktet være begrenset til tilsyn med overholdelse av børsens egne regler, og visse offentlig fastsatte regler knyttet til børsvirksomheten, for eksempel prospektreglene i verdipapirhandelloven kapittel 5.

En rekke høringsinstanser, herunder Norsk Oppgjørssentral, Konkurransetilsynet og med støtte fra Arbeids- og administrasjonsdepartementet, Spare-

bankforeningen og Statistisk sentralbyrå, har gitt uttrykk for lignende synspunkter som utvalget.

Kredittilsynet har på sin side argumentert for at prinsippet i børsloven § 1-5 om at børsene plikter å medvirke i myndighetenes tilsyn med verdipapirhandelen bør videreføres.

Departementet er enig med utvalget i at børsters ansvar for tilsyn med verdipapirmarkedene i hovedsak bør knytte seg til tilsyn med overholdelse av børsens egne regler og visse nærmere angitte regler i lov eller forskrift knyttet til børsvirksomheten, for eksempel prospektreglene i verdipapirhandeloven kapittel 5. Det vises til at børster etter forslaget til ny børslov forutsettes å få en løsere tilknytning til offentlig forvaltning, og vil drive etter ordinære forretningsmessige prinsipper i form av allmennaksjeselskap. Som påpekt av blant annet Norsk Oppgjørssentral ASA vil oppgaver knyttet til tilsyn med verdipapirmarkedet, som går ut over det som andre børster er pålagt, kunne føre til dårligere konkurransevilkår for norske børster enn for utenlandske børster. Departementet slutter seg på denne bakgrunn til utvalgets forslag om ikke å videreføre bestemmelsen i børsloven § 1-5. Det foreslås ingen endring i verdipapirhandeloven § 12-1 tredje ledd om en børs plikt til å melde fra til Kredittilsynet dersom den har grunn til å tro at det er benyttet urimelige forretningsmetoder, opptrådt i strid med god forretningsskikk eller for øvrig handlet i strid med bestemmelser i verdipapirhandeloven. Kredittilsynet har påpekt at børsenes nærhet til markedet gjør dem spesielt egnet til å utøve enkelte kontrolloppgaver som har sammenheng med det offentliges ansvar for å føre tilsyn med verdipapirmarkedet og dets aktører. Kredittilsynet har særlig vist til adferdsreglene i verdipapirhandeloven kapittel 2 om forbud mot ulovlig innsidhandel, kursmanipulasjon m.m. Selv om den generelle regelen i børsloven § 1-5 ikke foreslås videreført, antar departementet at den fremtidige utvikling kan vise at hensynet til markedets tillit til verdipapirhandelen og markedsplasesne tilsier at børster bør kunne pålegges plikt til å medvirke i myndighetenes tilsyn med verdipapirhandelen på nærmere angitte områder. Det foreslås på denne bakgrunn at departementet skal kunne gi regler for børsters medvirkning i myndighetenes tilsyn med verdipapirhandelen. Det vises til lovforslaget § 5-11 første ledd tredje punktum.

Kredittilsynet har foreslått at Kredittilsynet gis hjemmel til å fastsette nærmere regler om hvordan børsene skal utføre overvåkingen av handelen og kursnoteringene. Kredittilsynet har anført at en slik forskriftshjemmel er nødvendig for å fastsette den nærmere arbeidsdelingen mellom den enkelte børs og Kredittilsynet. Departementet er enig med Kredittilsynet i at det kan være behov for å kunne gi en forskrift om børsters markedsovervåking. Departementet legger til grunn at en i en slik forskrift blant annet vil kunne gi regler om arbeidsdelingen mellom børster og Kredittilsynet. Etter departementets oppfatning bør imidlertid myndigheten til å gi slik forskrift legges til departementet. Det vises til lovforslaget § 5-11 første ledd annet punktum.

Utvalget har drøftet om det er Kredittilsynet eller børsene som skal kunne anmelde ulike typer straffbare forhold. Kredittilsynet har også tatt opp dette spørsmålet i sin høringsuttalelse. Departementet viser til at spørsmålet om hvem som kan anmelde de ulike straffbare forhold ikke er lovregulert, men er omhandlet i samarbeidsavtalen mellom Oslo Børs og Kredittilsynet. Departe-

mentet finner ikke grunn til å komme nærmere inn på dette, og forutsetter at Kredittilsynet og den enkelte børs finner en praktisk løsning på dette spørsmålet.

Oversikt over eksterne mottakere av fortrolig informasjon, verdipapirhandelloven § 2-2 tredje ledd

Utvalget foreslår at verdipapirhandelloven § 2-2 tredje ledd endres slik at listene over eksterne mottakere av fortrolig informasjon som skal sendes Oslo Børs også skal oversendes til Kredittilsynet. Kredittilsynet slutter seg til forslaget og viser til at det kan være hensiktsmessig at slik informasjon går direkte til tilsynsmyndigheten, i tillegg til at den oversendes børs. Kredittilsynet vil på denne måten få informasjon direkte fra utstederne, og vil på denne bakgrunn kunne iverksette egne undersøkelser i forhold til overholdelsen av atferdsreglene i verdipapirhandelloven kapittel 2. Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at verdipapirhandelloven § 2-2 tredje ledd endres slik at listene som utarbeides i henhold til bestemmelsen og som etter forslaget til ny børslov § 5-7 med forskrifter skal oversendes børs, også skal oversendes til Kredittilsynet. Det vises til lovforslaget § 10-3 nr. 5.

Dispensasjoner fra periodisk handelforbud, verdipapirhandelloven § 2-3 tredje ledd

Utvalget har foreslått at hjemmelen til å gjøre unntak fra verdipapirhandelloven § 2-3 om forbud mot handel i visse perioder overføres fra børsen til Kredittilsynet som del av tilsynet med reglene om innsidehandel. Kredittilsynet har gitt uttrykk for at en slik løsning blant annet vil sikre at dispensasjonsadgangen praktiseres av ett organ, fremfor av den enkelte børs, noe som vil bidra til å sikre enhetlig praktisering av regelverket. Departementet slutter seg til Kredittilsynets uttalelse og foreslår som utvalget at hjemmelen til å gjøre unntak fra verdipapirhandelloven § 2-3 om forbud mot handel i visse perioder overføres fra børsen til Kredittilsynet. Det vises til lovforslaget § 10-3 nr. 5.

Børsers ansvar i forbindelse med verdipapirhandellovens bestemmelser om meldeplikt for primærinnsidere mv. og flagging av betydelig eierandel, verdipapirhandelloven §§ 3-1, 3-2 og 3-3

Utvalget har foreslått at børser fortsatt skal være mottaker av melding fra primærinnsidere etter verdipapirhandelloven § 3-1, samt av oversikter over personer med meldeplikt etter bestemmelsen og nærstående til slike personer. Videre er det foreslått at børsen fortsatt skal være mottaker av flaggemeldinger i henhold til verdipapirhandelloven § 3-2.

Utvalget har i denne forbindelse vist til at plikten til å melde fra etter disse bestemmelsene kun referer seg til transaksjoner i finansielle instrumenter som er notert på norsk børs. Videre er det vist til at formålet med meldepliktene blant annet er at slike meldinger kan ha betydning for kursen på børsnoterte finansielle instrumenter. Mottagelse og offentliggjøring av meldingene hører derfor etter utvalgets oppfatning naturlig sammen med børsens formidling av kurssensitiv informasjon fra utstederne og formidling av kursinforma-

sjon. Departementets slutter seg til utvalgets vurdering og forslag på dette punkt.

Departementet slutter seg også til utvalgets forslag om at børsen også i fremtiden skal ta del i overvåking og kontroll av at de nevnte meldepliktreglene overholdes. Departementet legger til grunn at den nærmere arbeidsdeling mellom Kredittilsynet og den enkelte børs vil kunne avklares i en samarbeidsavtale mellom Kredittilsynet og børsene, eventuelt i nærmere regler om børsers markedsovervåking fastsatt av departementet, jf. lovforslaget § 5-11 første ledd.

Tilbudsplikt og frivillige tilbud

Departementet viser til de prinsipielle argumenter utvalget og flere høringsinstanser anfører mot at kompetansen etter verdipapirhandelloven kapittel 4 vedrørende tilsyn og kontroll med tilbudspliktreglene skal tilligge de børser der de aktuelle verdipapirer er notert. Det vises blant annet til at kontroll med overholdelse av dette regelverket kan innebære at det må treffes enkeltvedtak av inngripende karakter som får virkning for en stor personkrets, noe som taler for at kompetansen legges til et forvaltningsorgan. Samtidig mener departementet som Kredittilsynet og Oslo Børs at dagens situasjon, hvor Oslo Børs forvalter dette regelverket, fungerer tilfredsstillende. Etter departementets oppfatning vil situasjonen kunne stille seg annerledes dersom det blir opprettet flere børser i Norge. Departementet deler de betenkeligheter som utvalget og Kredittilsynet gir uttrykk for ved at regelverket skal praktiseres ved ulike børser. Ved en eventuell vedtagelse av 13. selskapsrettdirektiv i EU vil det også kunne gis regler om tilbudsplikt som kan få anvendelse for autoriserte markedsplasser. Dette vil kunne øke vekten av de betenkeligheter som er angitt ovenfor. Det er også grunn til å peke på at kravene til kompetanse som skal til for en forsvarlig forvaltning av dette regelverket må antas å være relativt omfattende, slik at eventuelle nyopprettede børser vil kunne ha problemer med å oppfylle slike krav, hvertfall i en oppstartfase.

Departementet anser ikke kontroll med tilbudspliktregelverket for å være en unaturlig tilsynsoppgave for Kredittilsynet, gitt de tilsynsoppgaver tilsynet allerede har i forhold til spørsmål om konsolidering og identifikasjon, og oppfølging av investors eierandeler i forhold til eierbegrensingsregelverket. Utgiftene som følger av en slik arbeidsoppgave vil på vanlig måte bli å utligne i henhold til Kredittilsynsloven § 9.

Departementet mener at en hensiktsmessig løsning vil være å overlate til departementet i forskrift å avgjøre hvem som skal forvalte regelverket om tilbudsplikt, slik at dagens situasjon kan opprettholdes inntil det eventuelt skulle vise seg å være behov for å overlate kontrollfunksjonen til Kredittilsynet. Det vises til forslaget til endring av verdipapirhandelloven § 1-7 annet ledd.

Prospektkontroll ved offentlige tilbud

Departementet foreslår i tråd med utvalgets forslag å videreføre børsens kontroll med prospekter som gjelder verdipapirer som er eller søkes børsnotert, jf. verdipapirhandelloven § 5-7.

Prospekt som gjelder verdipapirer som ikke er eller søkes børsnotert, skal etter verdipapirhandelloven § 5-8 registreres. Regelen vil blant annet omfatte

prospekter som gjelder finansielle instrumenter som bare er opptatt på autorisert markedsplass. Departementet legger, som utvalget og høringsinstansene, til grunn at det er mindre naturlig at ansvaret for å følge opp dette kravet er tillagt foretak med konsesjon som børs. Departementet slutter seg således til utvalgets forslag om at prospekt hvor verdipapirene ikke er eller søkes børsnotert skal sendes Foretaksregisteret for registrering. Det vises til utvalgets begrunnelse for forslaget som departementet i hovedsak finner å kunne tiltre. Som utvalget anser departementet at Foretaksregisteret også bør få ansvar for behandling av dispensasjonssøknader og andre avgjørelser for såvidt gjelder plikten til å utarbeide prospekt for verdipapirer som ikke er eller søkes børsnotert, jf. blant annet verdipapirhandeloven § 5-3 annet og tredje ledd, innholdet i prospektet jf. § 5-5 annet og tredje ledd og § 5-6, og offentliggjøringsmåter, jf. § 5-11 annet ledd annet punktum. Det vises til lovforslaget § 10-3 nr. 5 hvor dette fremgår av forslag til endring i de nevnte bestemmelsene i verdipapirhandeloven. Som en følge av forslaget om å legge kompetansen etter verdipapirhandeloven kapittel 5 til Foretaksregisteret i de tilfeller hvor de finansielle instrumentene ikke er eller søkes børsnotert foreslås det videre enkelte endringer i lov av 21. juni 1985 nr. 78 om registrering av foretak §§ 4-4 og 5-1. Det vises til lovforslaget § 10-3 nr. 3.

Utvalget har på bakgrunn av Kredittilsynets rolle som tilsynsmyndighet for overholdelse av verdipapirhandelovens bestemmelser, jf. verdipapirhandeloven § 12-1 annet ledd, foreslått at Kredittilsynet skal være Brønnøysundregistrenes overordnede organ når det gjelder regelverket om registrering av prospekter. For børsens avgjørelser i forbindelse med prospektkontroll, har utvalget foreslått en videreføring av dagens regel om at Børsklagenemnden er klageorgan. Kredittilsynet har påpekt at et slikt to-sporet system åpner for at de to klageinstansene kan ha ulike oppfatninger om innholdet i de rettsreglene som begge instansene skal ta stilling til. Departementet er enig med Kredittilsynet i at utvalgets forslag vil kunne medføre noen uheldige konsekvenser. Børsklagenemnden har hittil vært klageorgan også for saker angående ikke-børsnoterte verdipapirer. Dette kunne tilsi at Børsklagenemnden også skulle være klageorgan i forhold til vedtak fattet av Foretaksregisteret. På den annen side kan departementet ikke se at dette er en naturlig oppgave for Børsklagenemnden når vedtakskompetansen flyttes fra børsen til Foretaksregisteret. Departementet slutter seg derfor etter en samlet vurdering til utvalgets forslag om at Kredittilsynet skal være klageinstans for vedtak fattet av Foretaksregisteret, mens Børsklagenemnden skal være klageinstans for vedtak fattet av børs. Det vises til lovforslaget § 10-3 nr. 5 hvor det er foreslått en ny bestemmelse i verdipapirhandeloven § 5-14 som fastsetter at vedtak truffet av Foretaksregisteret med hjemmel i bestemmelser i verdipapirhandeloven kapittel 5 kan påklages til Kredittilsynet. Videre vises det til § 7-1 og § 5-14 i forslaget til ny børslov hvor det fremgår at avgjørelser truffet av børs etter verdipapirhandeloven kapittel 5 kan påklages til en egen klagenemnd oppnevnt av departementet.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at den forskriftskompetansen som i dag er tillagt børsen i medhold av verdipapirhandeloven kapittel 5 overføres til departementet. Det vises til forslaget til endring av verdipapir-

handelloven § 5-2 første ledd annet punktum og nytt fjerde ledd i verdipapirhandelloven § 5-3.

9.1.2 Autoriserte markedsplasser

9.1.2.1 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår at bestemmelsen i utkastet § 5-11 første ledd om markedsovervåking skal komme tilsvarende til anvendelse for autoriserte markedsplasser. Utvalget uttaler (NOU 1999:3 side 235):

«Autoriserte markedsplasser må på lik linje med øvrige markedsplasser overvåke at aktiviteten på markedsplassen gjennomføres i overensstemmelse med de spilleregler som gjelder for denne. Fra et forretningsmessig perspektiv er slik overvåking antagelig nødvendig for å kunne opprettholde kundeforhold. Også samfunnsmessige hensyn, herunder lovens formål om å legge til rette for at omsetning av finansielle instrumenter kan finne sted på et effektivt, velordnet og tillitvekkende marked, tilsier at markedet overvåkes. Endelig vises til IOSCOs anbefaling Objectives and Principles of Securities Regulation som omtalt i kapittel 22.2.4 ovenfor. For å pålegge markedsplassen en klar plikt til overvåking av markedsplassen foreslår utvalget at lovforslagets § 5-11 første ledd, som gjelder børsens plikt til overvåking av markedet, også gjøres gjeldende for autoriserte markedsplasser.»

Utvalget foreslår videre at bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 12-1 tredje ledd, om at en børs skal melde fra til Kredittilsynet dersom den har grunn til å anta at det er benyttet urimelige forretningsmetoder, opptråd i strid med god forretningsskikk eller for øvrig handlet i strid med bestemmelsene i verdipapirhandelloven, også skal omfatte autoriserte markedsplasser.

9.1.2.2 Høringsinstansene merknader

Kredittilsynet mener det vil være avgjørende for tilliten til de autoriserte markedsplassene at de har en effektiv markedsovervåking. Det er derfor etter Kredittilsynets oppfatning naturlig at også de autoriserte markedsplassene underlegges en lovbestemt plikt til å foreta slik overvåking. Kredittilsynet viser i denne forbindelse til at utvalget har foreslått at verdipapirhandellovens bestemmelser om forbud mot ulovlig innsidehandel og forbud mot kursmanipulasjon skal få anvendelse for handel i finansielle instrumenter som noteres på autoriserte markedsplasser, samt at slike markedsplasser plikter å medvirke i tilsynet med overholdelse av verdipapirhandellovens bestemmelser, jf. utvalgets forslag til endring av verdipapirhandelloven §§ 2-1, 2-2, 2-6 og 12-1 som er nærmere omtalt i punkt 9.1. Kredittilsynet foreslår at Kredittilsynet gis hjemmel til å fastsette nærmere regler om hvordan autoriserte markedsplasser skal drive markedsovervåking.

9.1.2.3 Departementets vurdering

Departementet foreslår at bestemmelsen i lovforslaget § 5-11 første ledd om at børs skal overvåke handelen og kursnoteringene og sørge for at dette skjer i overensstemmelse med lov og forskrifter, børsens regler og forretningsvilkår og kravene til god forretningsskikk, skal gis tilsvarende anvendelse for autoriserte markedsplasser, jf. lovforslaget § 6-8. Departementet kan i medhold av

bestemmelsen gi regler om hvordan en autorisert markeds plass skal utføre markedsovervåkingen og gi regler for markeds plassers medvirkning i myndighetenes tilsyn med verdipapirhandelen. Dette er i tråd med utvalgets forslag. Forslaget innebærer at autoriserte markeds plasser skal følge opp eventuelle overtredelser av børsloven, forskrifter i medhold av denne og regler og forretningsvilkår fastsatt av markeds plassen i medhold av børsloven eller forskrift, med de sanksjoner markeds plassen er tillagt overfor medlemmene og utstederne. Det vises til den nærmere omtalen av forslaget om børsers markedsovervåking i punkt 9.1.1. Som utvalget og Kredittilsynet anser departementet at effektiv markedsovervåking vil være av avgjørende betydning for til liten til markeds plassen.

Departementet slutter seg også til utvalgets forslag om at bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 12-1 tredje ledd gis tilsvarende anvendelse for autoriserte markeds plasser. Det vises til begrunnelsen ovenfor for departementets forslag vedrørende § 5-11 første ledd som også er relevant i forhold til verdipapirhandelloven § 12-1 tredje ledd.

I punkt 8.3.15 er det foreslått at bestemmelsene i verdipapirhandelloven § 3-1 første, fjerde og femte ledd samt § 3-3 tredje ledd gis tilsvarende anvendelse i tilknytning til finansielle instrumenter som er tatt opp til notering og handel på autoriserte markeds plasser. Som følge av dette foreslås det at de oppgaver som er tillagt vedkommende børs etter disse bestemmelsene når det gjelder børsnoterte instrumenter, legges til vedkommende autorisert markeds plass, dvs. den eller de markeds plasser hvor de aktuelle instrumentene er tatt opp til notering og handel. Det vises til lovforslaget § 10-3 nr. 5.

9.2 Innsyn i opplysninger hos verdipapirsentral og oppgjørssentral

9.2.1 Børs

9.2.1.1 Gjeldende rett

Verdipapirsentralloven § 2-14 fastsetter at tillits- og tjenestemenn og revisorer i Verdipapirsentralen (VPS) plikter å bevare taushet om det de i stillings medfør får kjennskap til om sentralens, sentralbrukernes eller deres kunders forhold, med mindre de etter verdipapirsentralloven eller annen lov har plikt til å gi opplysningene. Av lovens § 2-15 annet ledd følger det at dersom noen med hjemmel i lov har krav på opplysninger i sitt arbeid og opplysningene finnes i Verdipapirsentralens registre, kan det kreves at Verdipapirsentralen stiller opplysningene til rådighet uten hinder av taushetsplikten.

Verdipapirhandelloven § 12-6 fastsetter at børsen kan kreve opplysninger fra verdipapirforetak, selskap og personer som kan ha betydning for spørsmål om tilbudsplikt.

9.2.1.2 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår at det fastsettes i børsloven at børs kan kreve at verdipapirsentral og oppgjørssentral uten hinder av taushetsplikt skal gi slike opplysninger som er nødvendige for at børsen skal kunne oppfylle sine plikter etter forslaget til bestemmelse om børsens markedsovervåking. Opplysningene skal etter forslaget ikke kunne benyttes til andre formål.

Bakgrunnen for forslaget er i følge utvalget de nevnte institusjoners taushetsplikt etter henholdsvis verdipapirsentrallovens § 2-14 og verdipapirhandellovens § 6-5.

Utvalget uttaler at det i relasjon til VPS allerede etter gjeldende regler er antatt at børsen har adgang til opplysninger i VPS' registre etter innsynsrettsbestemmelsen i verdipapirsentrallovens § 2-15. Utvalgets forslag tar for så vidt sikte på å klargjøre denne adgangen for VPS til å utlevere opplysninger til børs også i relasjon til taushetspliktsbestemmelsen i § 2-14.

I begrunnelsen for forslaget om at også oppgjørssentraler skal ha opplysningsplikt overfor børs, uttaler utvalget (NOU 1999:3 side 264):

«Opplysninger om transaksjoner og posisjoner i derivatmarkedet er blant annet av betydning for å kunne overvåke handel- og kursnotering i underliggende verdipapirer som er notert på den aktuelle børs. I den utstrekning det gjelder opsjoner eller terminer m v som også handles og noteres i den aktuelle børss' handelssystem, vil børsen regelmessig besitte de nødvendige opplysninger. Adgangen til å innhente transaksjons- og beholdningsdata fra oppgjørssentral anses likevel av betydning, dels fordi de der kan finnes lagret på en annen og mer hensiktsmessig måte, og dels fordi det kan dreie seg om derivatkontrakter som ikke er notert eller handles på den aktuelle børs.»

Utvalget foreslår at børslovens taushetspliktregel skal gjelde tilsvarende. Utvalget uttaler at dette blant annet er for å gjøre det klart at opplysningene likevel kan gis til tilsynsmyndighetene, eller eventuelt til annen børs, verdipapirsentral, oppgjørssentral eller autorisert markedsplass etter nærmere bestemmelse i forskrift gitt i medhold av forslaget til taushetspliktbestemmelsen.

Utvalget foreslår videre at det fastsettes at Kongen kan gi utfyllende bestemmelser om den foreslåtte plikten for verdipapirsentral og oppgjørssentral til å utlevere opplysninger til børs, herunder om innskrenkninger i plikten og om det formål opplysningene kan benyttes til. Ifølge utvalget kan slike forskrifter være nødvendig dersom det i praksis skulle oppstå behov for presiseringer og avklaringer av hvilken type opplysninger som kan innhentes og for hvilke formål og under hvilke omstendigheter.

Det foreslås også at Kongen skal kunne gi utfyllende bestemmelser om og i hvilken utstrekning det skal kunne kreves betaling for kostnader ved utleveringen. Utvalget uttaler om dette (NOU 1999:3 side 264):

«Det bemerkes at særlig opprettelsen av VPS også var begrunnet i det offentliges interesse i å kunne få opplysninger av betydning for overvåkingen av markedet og myndighetstilsynet for øvrig. I utgangspunktet er således dette noe det anses lite naturlig at verdipapirsentralen skal kunne kreve betaling for. På den annen side kan det tenkes at opplysninger etterspørres i særskilt systematisert form el l, slik at det er rimelig om det helt eller delvis kan kreves kostnadsdekning for slike spesialkjøringer og lignende.»

9.2.1.3 Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet støtter utvalgets forslag med den begrunnelse at det bidrar til å styrke børsenes evne til å gjennomføre en effektiv markedsovervåking. Det vises til at forslaget utgjør en ny bestemmelse om opplysningsplikt i forhold til

oppgjørssentraler, og foretar en hensiktsmessig avklaring av forholdet mellom verdipapirsentralloven §§ 2-14 og 2-15.

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til denne delen av utvalgets forslag.

9.2.1.4 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at børs skal kunne kreve at verdipapirsentral og oppgjørssentral uten hinder av taushetsplikt gir slike opplysninger som er nødvendige for at børsen skal kunne oppfylle sine plikter etter forslaget til § 5-11 første ledd, jf. lovforslaget § 5-11 annet ledd. Departementet legger til grunn at børs vil ha behov for opplysninger både fra verdipapirsentral og oppgjørssentral i sitt tilsyn med overholdelsen av bestemmelser i og i medhold av børsloven, og i tilsynet med overholdelsen av verdipapirhandellovens atferdsregler. Utvalget har vist til at børs blant annet kan ha behov for opplysninger fra oppgjørssentral om transaksjoner og posisjoner i derivatmarkedet for å kunne overvåke handel og kursnotering i underliggende verdipapirer. Departementet slutter seg til dette.

Utvalget har foreslått at børsers krav på opplysninger fra verdipapirsentral og oppgjørssentral bare skal reguleres i børsloven. Etter departementets syn bør dette unntaket fra Verdipapirsentralens og oppgjørssentralers taushetsplikt som dette innebærer, også fremgå av verdipapirsentralloven og verdipapirhandelloven.

Det foreslås på denne bakgrunn en endring i verdipapirhandelloven § 6-5 om oppgjørssentralers taushetsplikt, slik at det fremgår at taushetsplikten ikke er til hinder for at oppgjørssentral utleverer opplysninger til børs, forutsatt at opplysningene er nødvendige for at børsen skal kunne oppfylle sine plikter etter børsloven § 5-11 første ledd.

Når det gjelder verdipapirsentralloven er det, som påpekt av utvalget, i gjeldende rett lagt til grunn at lovens § 2-15 annet ledd åpner for at Verdipapirsentralen utleverer opplysninger til børs. Behovet for en lovendring er derfor ikke like stort som for oppgjørssentraler. Videre er det som omtalt under punkt 7.2 nedsatt et lovutvalg (VPS-lovutvalget) som skal gjennomgå loven med sikte på revisjon. Utvalget avga sin innstilling 28. april 2000. Departementet legger på denne bakgrunn til grunn at det ikke er behov for å foreslå en endring i verdipapirsentralloven på det nåværende tidspunkt.

Departementet er enig med utvalget i at det bør presiseres i forslaget til § 5-11 i børsloven at opplysningene ikke skal kunne benyttes til andre formål enn børsens markedsovervåkning. Departementet anser imidlertid utvalgets forslag til henvisning til børslovens taushetspliktregel som overflødig og foreslår at denne henvisningen sløyfes.

Utvalget har foreslått at det fastsettes at Kongen kan gi utfyllende bestemmelser om utleveringsplikten etter annet ledd, herunder om innskrenkninger i denne og om det formål opplysningene kan benyttes til. Departementet slutter seg til dette, men foreslår at kompetansen legges til departementet, ikke til Kongen. Etter departementets oppfatning er det dessuten mer hensiktsmessig å omtaleplikten som en opplysningsplikt enn som en utleveringsplikt. Som utvalget anser departementet at det kan være grunn til å fastsette nærmere regler dersom det i praksis skulle oppstå behov for presiseringer og avklarings-

ger av hvilken type opplysninger som kan innhentes, for hvilke formål og under hvilke omstendigheter.

Departementet slutter seg også til utvalgets forslag om at forskriftskompetansen skal omfatte det å gi utfyllende bestemmelser om og i hvilken utstrekning det skal kunne kreves betaling for kostnader ved utleveringen av opplysninger, jf. lovforslaget § 5-11 tredje ledd. Etter departementets syn medfører forslaget om at børser skal være allmennaksjeselskap som drives ut fra forretningsmessige formål at det er mer naturlig at børsene skal betale for de opplysningene de mottar. I denne forbindelse vises det også til det pågående arbeidet i VPS-lovutvalget. Dersom dette arbeidet resulterer i at verdipapirsentraler skal være forretningsdrivende selskaper, vil også det tilsi at det er mer aktuelt enn tidligere at børser må betale for opplysningene.

9.2.2 Autorisert markedsplass

9.2.2.1 Utvalgets forslag

I utvalgets forslag er bestemmelsen om verdipapirsentral og oppgjørssentralers opplysningsplikt overfor børs ikke foreslått gitt tilsvarende anvendelse for autoriserte markedsplasser. Utvalget foreslår i stedet at Kongen skal kunne fastsette om og i hvilken utstrekning disse reglene skal gis tilsvarende anvendelse for autoriserte markedsplasser.

9.2.2.2 Høringsinstansene merknader

Kredittilsynet mener at også autoriserte markedsplasser må få adgang til å kreve at verdipapirsentral og oppgjørssentral, uten hinder av taushetsplikt, gir slike opplysninger som er nødvendige for at markedsplassen skal kunne oppfylle sine plikter i forbindelse med markedsovervåkingen. Kredittilsynet anser at dette er nødvendig for at disse markedsplassene på linje med børsene kan utføre effektiv markedsovervåking, og således bidra til å sikre tilliten til de autoriserte markedsplassene, samt det norske finansmarkedet som sådan.

9.2.2.3 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at det i forskrift skal kunne fastsettes om og i hvilken utstrekning lovforslaget § 5-11 annet og tredje ledd skal gis tilsvarende anvendelse for autoriserte markedsplasser. Departementet mener det er hensiktsmessig å kunne se an utviklingen når det gjelder etableringen av autoriserte markedsplasser for å kunne vurdere behovet for opplysningsplikt også for autoriserte markedsplasser overfor verdipapirsentral og oppgjørssentral. Det vises til lovforslaget § 6-8 annet ledd samt § 10-3 nr. 5, jf. forslaget til nytt fjerde ledd i verdipapirhandelloven § 6-5.

10 Klagenemnd og søksmålsadgang

10.1 Gjeldende rett

Vedtak fattet av børsstyret eller børsrådet kan påklages til Børsklagenemnden, jf. børsloven § 6-4 første ledd. Av forarbeidene til bestemmelsen fremgår det at det er enkeltvedtak etter forvaltningsloven som er gjenstand for klage til klagenemnden, jf. Ot.prp. nr. 83 (1986-87) og Innst.O. nr. 90 (1987-88). At børsen er tillagt enkeltvedtakskompetanse betyr blant annet at forvaltningsloven stiller krav om klagegang, jf. forvaltningsloven § 28. Inntil reglene om Børsklagenemnden ble innført var departementet (Handels- og senere Finansdepartementet) klageorgan for vedtak truffet av børsen. I tvister mellom private parter som har tilknytning til de børsnoterte selskaper eller børsomsetningen kan partene avtale at klagenemnden skal opptre som voldgiftsnemnd etter nærmere regler i børsforskriften. Det er gitt utfyllende regler om Børsklagenemnden i børsforskriften. Børsklagenemnden kan i klagesak prøve alle sider av de vedtak som er gjenstand for klage, jf. børsforskriften § 26-1. For øvrig inneholder børsforskriften regler om sammensetning av nemnden, saksbehandling, godtgjørelse og dekning av utgifter og saksomkostninger. Finansdepartementet fastsetter medlemmenes godtgjørelse. Nemndens kostnader dekkes av Oslo Børs.

Søksmål mot vedtak fattet av børs kan ikke reises før klageadgangen er utnyttet, jf. børsloven § 6-6 første ledd. Klagenemnden kan i særlige tilfelle gjøre vedtak om at det likevel kan reises søksmål mot avgjørelser i børsstyret. Frist for søksmål er seks måneder fra det tidspunkt klagen er avgjort eller tilatelse til søksmål er gitt. Staten kan på ethvert trinn tre inn i saken som hjelpeintervenient, og kan etter avtale med børsen overta saken.

10.2 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår å videreføre ordningen med en særskilt børsklagenemnd, og uttaler (NOU 1999:3 side 226):

«Utvalget viser til at ordningen med en særskilt klagenemnd synes å ha fungert på en hensiktsmessig måte. At klagenemndens avgjørelser ikke har vært gjenstand for søksmål kan tyde på at avgjørelsene i sin alminnelighet er respektert. De særlige saksbehandlingsregler som gjelder for klagenemnden etter børsforskriften kapittel 26 sammen med forvaltningslovens alminnelige saksbehandlingsregler synes også å gi en betryggende og rask saksbehandling. Utvalget viser til at de nærmere regler om Børsklagenemnden var resultatet av en egen utredning av en gruppe nedsatt av Finansdepartementet, hvor deler også ble behandlet som endring av børsloven, jf. Ot.prp. nr. 54 (1988-89) og Innst. O. nr. 81 (1988-89). Utvalget foreslår i tråd med dette at reglene om børsklagenemnd videreføres i ny børslov, se lovutkastet kapittel 7.»

Utvalget foreslår at det skal være én børsklagenemnd, felles for alle børser. Alternativet til en slik ordning ville i følge utvalget være at hver børs ble pålagt å etablere en egen klagenemnd, og hvor det eventuelt i loven ble stilt særskilte krav til medlemmenes uavhengighet og kompetanse. Utvalget antar at en felles klagenemnd gjennom sine avgjørelser kan bidra til enhetlig praksis mellom børser.

Utvalget foreslår at det på samme måte som i gjeldende lov gis en forankring av ordningen i loven, med hjemmel for Kongen til å fastsette de nærmere regler i forskrift. Reglene om at Kongen oppnevner nemnden, og om nemndens stilling i tilfelle sivilt søksmål, foreslås videreført i loven. Etter utvalgets forslag vil således søksmål mot vedtak fattet av en børs ikke kunne reises før klageadgangen er utnyttet, dog slik at klagenemnden i særlige tilfeller kan gjøre unntak fra dette. Etter forslaget vil fristen for å reise søksmål være seks måneder fra det tidspunkt klagen er avgjort eller tillatelse til søksmål er gitt. Eventuelt søksmål reises mot vedkommende børs, og staten vil på ethvert trinn kunne tre inn i saken som hjelpeintervenient, og kan etter avtale med børsen overta saken. Utvalget foreslår at de særskilte saksbehandlingsregler som er gitt i børsforskriften kapittel 26 videreføres i forskrift, jf. utvalgets lovutkast § 7-1 tredje ledd.

Etter utvalgets forslag vil Børsklagenemndens virkeområde være enkeltvedtak fattet av børser, og som er gjenstand for klage.

Utvalget foreslår at de unntak fra klageretten som er fastsatt i gjeldende børslov videreføres i den nye børsloven.

Utvalget viser til at børser vil kunne ha forretningsvilkår som er strengere enn hva som følger av loven eller i forskrift i medhold av loven, for eksempel med hensyn til vilkår for opptak til notering, hvor børsen kan fastsette strengere krav for eksempel om minste kursverdi, spredning av aksjer eller den tid virksomheten skal ha bestått for å kunne kursnotere sine aksjer. Utvalget uttaler til dette (NOU 1999:3 side 227):

«Å skille mellom regler fastsatt i forretningsvilkår og skjønn utøvet i medhold av lov- eller forskriftsbestemmelser, vil kunne være vanskelig. Det legges derfor opp til at så lenge en avgjørelse anses som enkeltvedtak etter forvaltningsloven § 2 skal den kunne påklages til klagenemnden. Klagenemnden må da nødvendigvis prøve om vedtaket er lovlig uansett om klagen i utgangspunktet refererer seg til vedtakets forhold til lov eller forskrift eller børsens egne forretningsvilkår.»

Utvalget viser til at Børsklagenemnden etter gjeldende rett kan prøve alle sider av vedtak som er gjenstand for klage, dvs. at nemnden kan prøve både vedtakets lovlighet og det skjønn som børsen er tillagt. Når børser etter utvalgets forslag er forutsatt å få en mer uavhengig stilling i forhold til det offentlige, og det etter forslaget vil kunne opprettes flere børser, mener utvalget det kan stilles spørsmål ved om Børsklagenemnden fortsatt skal kunne overprøve alle sider av børsens skjønn. Utvalget viser til at dette skjønnet normalt vil kunne preges av børsens forretningsstrategi og lignende. Utvalget uttaler om dette (NOU 1999:3 side 227):

«Utvalget antar imidlertid at de beste grunner taler for å videreføre dagens ordning i hovedtrekk. Det bør likevel kunne forutsettes at der hvor børsen innenfor det skjønn som utøves har lovlig adgang til å

vektlegge forretningsmessige eller strategiske hensyn, vil det normalt ikke være plass til en overprøving av dette fra klagenemndens side. Forutsetningen må for øvrig være at skjønnsutøvelsen ikke innebærer usaklig forskjellsbehandling, eller fremstår som vilkårlig, urimelig eller usaklig eller begrunnet i utenforliggende hensyn.»

Utvalget foreslår at reglene om klagenemnd også skal omfatte avgjørelser truffet av autorisert markedsplass, i den utstrekning de anses som enkeltvedtak etter forvaltningsloven § 2 første ledd.

Utvalget foreslår å videreføre ordningen med at klagenemnden kan opptre som voldgiftsnemnd i tvister mellom private parter som har tilknytning til de børsnoterte selskaper eller børsomsetningen.

Det foreslås at utgiftene til drift av klagenemnden skal fordeles forholdsmessig mellom de børser og autoriserte markedsplasser hvis vedtak kan påklages til klagenemnden. Etter utvalgets forslag vil klagenemnden fastsette fordelingsnøkkelen. Bestemmelsen om adgang til å kreve gebyr for behandling av klage og hjemmelen til å fastsette nærmere regler om gebyr foreslås videreført. Det samme gjelder hjemmelen for å fastsette regler om når en part kan bli tilkjent saksomkostninger fra det offentlige eller andre parter.

10.3 Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet mener ordlyden i utvalgets forslag til bestemmelse om klagenemnd kunne gitt klarere uttrykk for at klageadgangen kun skal gjelde for de av børsens vedtak som er enkeltvedtak. Kredittilsynet uttaler:

«Det er etter Kredittilsynets oppfatning også ønskelig at børsloven på en mer entydig måte angir hvilke av børsens avgjørelser som anses å være enkeltvedtak i forvaltningslovens forstand. Utvalget uttaler på s. 224:

«Det må etter dette antas at avgjørelser truffet i henhold til kompetanse som tildeles børser som «vedkommende organ» i medhold av ovennevnte direktiver, anses som enkeltvedtak eller forskrift i henhold til forvaltningsloven i den utstrekning det er bestemmende for rettigheter eller plikter for private personer (forvaltningslovens § 2 bokstav a).

Med det system som er valgt, hvor direktivkrav inkorporeres gjennom lov og forskrift, og hvor børser kan ha nærmere regler i form av forretnings- eller standardvilkår, vil bare myndighet utøves med hjemmel i lov eller forskrift være omfattet av forvaltningsloven. For børsers øvrige virksomhet vil derfor ikke forvaltningsloven gjelde, herunder børsens forretningsvirksomhet og eventuelle regler eller forretningsvilkår som børsen måtte fastsette.»

De «ovennevnte direktivene» det henvises til er opptaksdirektivet, børsprospektdirektivet og ISD. I tillegg kommer utvalget under pkt. 21.2 inn på ileggelse av overtredelsesgebyr og ileggelse av løpende mulkt som vedtak som kan være gjenstand for klage til klagenemnden.

Det kan ut fra innstillingens pkt. 21.1.2 og pkt. 21.2 gis inntrykk av at utvalget har søkt å avgrense de vedtak som kan påklages til børsklagenemnden til å gjelde utøvelse av myndighet som er forankret i de nevnte direktivene, samt vedtak om sanksjoner.

Kredittilsynet reiser spørsmål om en slik forståelse vil være holdbar i forhold til de øvrige vedtak som fattes av børsene, og hvor klageadgangen ikke er spesifikt unntatt. Som eksempel nevnes at børsenes

vedtak om medlemskap ikke vil falle inn under utvalgets avgrensning av hvilke vedtak som kan være gjenstand for klage. Ut fra betraktninger knyttet til børsens faktiske monopol i markedet, kan det imidlertid hevdes at et slikt vedtak vil være et enkeltvedtak i forvaltningslovens forstand.

Det at det foreligger et avgrensingsproblem mht. hvilke av børsens avgjørelser som er å anse som enkeltvedtak, er vanskelig å løse på generelt plan. I så måte vil børsklagenemnda være den instans som på det konkrete plan må ta stilling til hvorvidt de enkelte avgjørelser kan være gjenstand for nemndas klagebehandling. Kredittilsynet forutsetter at børsklagenemnda alltid vil ha kompetanse til å avgjøre hvorvidt en avgjørelse kan påklages, og at den usikkerhet som råder knyttet til anvendelsen av klagereglene på denne måten finner sin løsning i forhold til den enkelte sak.»

Oslo Børs uttaler om utvalgets forslag til § 7-2:

«På bakgrunn av at børs vil kunne drives med et økonomisk formål for øyet, synes det rimelig at det innføres en viss symmetri i adgangen til å kunne kreve saksomkostninger. Et gebyr for behandlingen av klagen vil i en slik sammenheng ikke være tilstrekkelig når børsen må nedlegge betydelige ressurser i å behandle en klage som åpenbart ikke fører frem.»

Ingen av de øvrige høringsinstanser har hatt merknader til utvalgets forslag vedrørende klagenemnd.

10.4 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om å videreføre ordningen med en særskilt børsklagenemnd, jf. lovforslaget § 7-1 første ledd. Departementet mener som utvalget at det bør være én børsklagenemnd, felles for alle børser. Dette anses hensiktsmessig, da en felles klagenemnd gjennom sine avgjørelser vil bidra til en enhetlig praksis mellom børser. Departementet slutter seg videre til utvalgets forslag om en videreføring av bestemmelsen om at Børsklagenemnden etter nærmere regler kan opptre som voldgiftsnemnd mellom parter som har tilknytning til de børsnoterte selskaper eller børsomsetningen. Det foreslås at myndigheten til å fastsette nærmere regler som nevnt legges til departementet, jf. lovforslaget § 7-1 annet ledd.

Departementet foreslår at det fastsettes i loven at forvaltningsloven kommer til anvendelse for klagenemndens virksomhet, jf. lovforslaget § 7-1 tredje ledd. Videre foreslås det at departementet kan fastsette nærmere regler om Børsklagenemndens sammensetning og virksomhet og om frister, innholdet av klage, tilsvarende og muntlig forhandling, som utfyller, supplerer eller avviker fra bestemmelsene i forvaltningsloven.

Etter utvalgets forslag vil Børsklagenemndens virkeområde være enkeltvedtak fattet av børser eller autoriserte markedsplasser, og som er gjenstand for klage. Departementet viser til at det i lovforslaget § 5-14 er gitt en uttømmende oppregning av hvilke avgjørelser truffet av børs som nærmere angitte regler i forvaltningsloven vil komme til anvendelse for. Det foreslås at de samme vedtak skal være gjenstand for klage. Departementet viser til at Børsklagenemnden selv vil kunne prøve om en klage faller inn under klagenemndens kompetanseområde. Dersom en avgjørelse truffet av en børs i realiteten

får virkning som en av de avgjørelser som er omfattet av lovforslaget § 5-14, uten å være hjemlet i en av disse bestemmelsene, legger departementet til grunn at Børsklagenemnden etter en konkret vurdering av de nærmere omstendigheter vil kunne ta saken under behandling. Det foreslås at departementet i forskrift skal kunne fastsette at også andre avgjørelser enn de som er omfattet av oppregningen i § 5-14 skal kunne påklages og fastsette unntak fra klageadgangen, jf. § 7-1 første ledd.

Når det gjelder avgjørelser truffet av autoriserte markedsplasser, viser departementet til at departementet i lovforslaget § 6-9 har foreslått at departementet kan fastsette i hvilken utstrekning forvaltningslovens regler skal få anvendelse. Departementet foreslår at departementet gis hjemmel til forskrift å fastsette i hvilken utstrekning avgjørelser truffet av autorisert markedsplass skal kunne bringes inn for klagenemnden, jf. lovforslaget § 7-1 første ledd.

Etter gjeldende rett kan Børsklagenemnden prøve alle sider av vedtak som er gjenstand for klage, både vedtakets lovlighet og det skjønn som børsen er tillagt. Da børser etter lovforslaget vil få en mer uavhengig stilling i forhold til det offentlige, og det vil kunne opprettes flere børser, har utvalget stilt spørsmål ved om Børsklagenemnden fortsatt skal kunne prøve alle sider av børsens skjønn, da skjønnet normalt vil kunne preges av børsens forretningsstrategi og lignende. Departementet er enig med utvalget i at dagens ordning i hovedtrekk bør videreføres. Departementet antar imidlertid i likhet med utvalget at i tilfeller der børsen innenfor det skjønn som utøves har lovlig adgang til å vektlegge forretningsmessige eller strategiske hensyn, bør klagenemnden normalt ikke overprøve disse vurderingene så fremt skjønnsutøvelsen ikke innebærer usaklig forskjellsbehandling, eller fremstår som vilkårlig, urimelig eller begrunnet i utenforliggende hensyn.

Utvalget har uttalt at det foreslår å videreføre de unntak fra klageretten som er fastsatt i gjeldende børslov. Det er blant annet vist til avgjørelser vedrørende suspensjon av verdipapirer, avgjørelse av tvister som oppstår under kursnoteringen, og retten til å delta i kursnoteringen for andre enn børsmedlemmer. Departementet kan ikke se at utvalgets lovforslag inneholder andre bestemmelser om unntak fra klagerett enn § 5-9 om suspensjon. Departementet slutter seg til at vedtak om suspensjon bør være unntatt fra klagerett. Det vises også til omtale under punkt 8.2.13.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at utgiftene til drift av klagenemnden fordeles forholdsmessig mellom de børser og autoriserte markedsplasser hvis vedtak kan påklages til klagenemnden, jf. lovforslaget § 7-2 første ledd. Utvalget har foreslått at klagenemnden skal fastsette fordelingsnøkkelen. Departementet foreslår at departementet skal fastsette fordelingen etter forslag av klagenemnden. Det foreslås videre at departementet i tråd med dagens ordning og utvalgets forslag skal fastsette medlemmenes godtgjørelse. Det foreslås i tråd med utvalgets forslag at det skal kunne kreves gebyr for behandling av klage og at departementet skal kunne gi nærmere regler om når gebyr skal kreves, om gebyrenes størrelse og innkrevingen. Departementet finner det mer hensiktsmessig at departementet kan gi regler som nevnt, enn at denne myndigheten legges til Kongen som foreslått av utvalget.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om å videreføre bestemmelsen i børsloven § 6-5 om at det kan fastsettes forskrift om når en part skal bli tilkjent saksomkostninger fra det offentlige og om en parts rett til dekning av saksomkostninger fra andre parter, jf. lovforslaget tredje ledd. Slike regler er i dag gitt i børsforskriften § 26-6. Det vises i denne sammenheng til at Oslo Børs synes å forutsette at utvalgets forslag vil innebære en videre adgang til å kreve saksomkostninger enn etter dagens regler. Departementet peker på at dette vil avhenge av innholdet i forskriften som kan fastsettes i medhold av den foreslåtte bestemmelse.

Departementet foreslår i tråd med utvalgets forslag å videreføre bestemmelsen i børsloven § 6-6 om søksmålsadgang og rett for staten til å tre inn som hjelpeintervenient i en verserende rettssak mot vedtak fattet av en børs, jf. lovforslaget § 7-3.

11 Tilsyn med børser og autoriserte markedsplasser, herunder straffesanksjoner

11.1 Gjeldende rett

Etter børsloven § 5-4 første ledd, skal børsen sende årsregnskap og årsberetning til departementet. Børsen skal gi Finansdepartementet supplerende opplysninger dersom dette kreves. Børsloven § 5-4 annet ledd hjemler adgang for departementet til å gi pålegg til børsen når det har grunn til å tro at det ved børsen foreligger forhold som strider mot lov eller forskrifter.

Dersom børsdirektøren, børsstyret eller børsrådet har grunn til å anta at det er handlet i strid med børsloven eller verdipapirhandelloven, skal dette etter børsloven § 5-4 tredje ledd meldes til tilsynsmyndighetene, dvs. Kredittilsynet, jf. Ot.prp. nr. 83 (1986-87). Dette kan også omfatte handlinger av børsens egne organer eller ansatte.

Tilsyn med handelen i finansielle instrumenter og med overholdelsen av lovgivningen om verdipapirhandel forestås av Finansdepartementet, jf. verdipapirhandelloven § 12-1 første ledd. Finansdepartementet har etter denne bestemmelsen tilsyn med børsens etterlevelse av verdipapirhandellovens regler som gjelder for børser. Tilsynet har ikke karakter av å være et operativt tilsyn, men fungerer som et forvaltningstilsyn, blant annet ved at departementet vedtar og fortolker regelverk for virksomheten.

Børsrådet skal føre tilsyn med børsstyrets og børsdirektørens forvaltning av børsen, jf. børsloven § 2-2 første ledd litra b).

Etter kredittilsynsloven § 1 nr. 13 skal Kredittilsynet føre tilsyn med verdipapirforetak og andre foretak som driver virksomhet i forbindelse med verdipapirhandel, samt med overholdelsen av bestemmelser om verdipapirhandel gitt i eller i medhold av lov. Det følger videre av verdipapirhandelloven § 12-1 annet ledd at tilsyn med verdipapirforetaks og oppgjørssentralers virksomhet, samt med overholdelse av verdipapirhandellovens bestemmelser, skal føres av Kredittilsynet. Kredittilsynet vil i medhold av de nevnte bestemmelser kunne gripe inn overfor børsen når det gjelder forhold som knytter seg til overholdelse av verdipapirhandellovens regler. Børsen er imidlertid ikke underlagt institusjonelt virksomhetstilsyn av Kredittilsynet.

Regler om straffesanksjoner ved brudd på nærmere angitte bestemmelser i børsloven, følger av børsloven § 6-1.

11.2 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår at børser og autoriserte markedsplasser i Norge skal være underlagt løpende virksomhetstilsyn, og uttaler blant annet (NOU 1999:3 side 242):

«På virksomhetsområder der det ikke nødvendigvis er enkeltpersoner som blir skadelidende dersom den offentligrettslige regulering blir brutt, men mer generelle samfunnsinteresser som skal vernes, har

man etablert særskilte tilsynsorganer som skal følge opp virksomheten. På denne bakgrunn er blant annet Konkurransetilsynet og Kredittilsynet opprettet. Disse organene følger de respektive institusjoner under tilsyn for å sikre at de forholder seg til de regler som er gitt for virksomheten.

Begrunnelsen for at det er innført særskilt regulering av finansmarkedets aktører er dette markedets sentrale betydning i samfunnet. De fleste tilbydere av tjenester i finansmarkedet er i dag underlagt tilsyn, jf tilsynsloven § 1. I tillegg til verdipapirforetak og banker nevnes her spesielt Norsk Oppgjørssentral og Verdipapirsentralen, som sammen med markedsplassen utgjør den sentrale delen av infrastrukturen i verdipapirmarkedet.»

Utvalget viser til at tilsyn isolert sett vil medføre visse kostnader, utover de kostnader som følger av at den tilsynsunderlagte institusjonen uansett i sin virksomhet må oppfylle gjeldende regelverk, og uttaler (NOU 1999:3 side 243):

«Foruten forutsetningen om samfunnets behov for særskilt tilsyn, må man også se denne belastningen i sammenheng med det kvalitetsstempel tilsynet forutsetningsvis medfører. Det at markedsplassen er underlagt tilsyn bidrar til tillit til at virksomheten drives forsvarlig. Avhengig av hvilken rolle tilsynsmyndighetene har, vil for eksempel revisors erklæring for årsoppgjøret, suppleres ved tilsynsmyndighetenes soliditetskontroll. Tilsynet vil også bidra til allmennhetens tillit til markedsplassen som en «level playing field».»

Utvalget viser også til at tilsyn dels er forutsatt i ISD og at IOSCO, som er en organisasjon for tilsynsdirektiver for verdipapirmarkedet, forutsetter at det skal føres virksomhetstilsyn med markedsplasser. I en IOSCO-anbefaling av september 1998 anbefales det løpende myndighetstilsyn med børs og handelssystemer med det mål å sikre integritet i handelen gjennom rimelige og rettfærdige regler som balanserer interesse mellom ulike markedsdeltagere. I denne sammenheng vises det særlig til behovet for gjennomsiktighet, mulighet for å forhindre markedsmåneløshet mv. og til å sikre en effektiv, rettfærdig og sikker infrastruktur for handel og oppgjør med lavest mulig systemrisiko. Utvalget uttaler videre (NOU 1999:3 side 243):

«Spesielt der en fondsbørs drives i aksjeselskapsform, der det ikke er naturlig med et børsråd med de oppgaver som følger av dagens børslov, vil det være et behov for å etablere offentlig tilsyn på siden av Finansdepartementets generelle forvaltningstilsyn. Tilsynet her vil blant annet relatere seg til oppfyllelse av konsesjonsvilkår, kapitalkrav, interne rutiner, eierforhold m v.

Alt i alt legges det til grunn at markedsplasser som er underlagt regulering har en så viktig samfunnsøkonomisk betydning at de fortsatt bør være underlagt tilsyn. De merkostnader som tilsynet medfører for markedsplassene er en kostnad som markedsplassene må bære for å kunne få status som regulert autoriserte markedsplass. Nye markedsplasser vil kunne ta disse kostnadene med i vurderingen av om det er regningssvarende å starte opp slik virksomhet. De virksomheter som allerede er i drift er allerede underlagt tilsyn og kan således forholde seg til dette.»

Når det gjelder spørsmålet om valg av tilsynsmyndighet, uttaler utvalget blant annet (NOU 1999:3 side 243):

«Et argument for å videreføre Finansdepartementets rolle som reguleringstilsyn for børser, er at det er departementet som er øverste offentlige fagorgan for saker som relateres til finansmarkedet. Finansdepartementet har også det overordnede ansvaret for tilsynet med verdipapirmarkedet, jf verdipapirhandelloven § 12-1 første ledd. Det er naturlig å opprettholde departementets overordnede rolle også for børser og markedsplassene i egenskap av aktører i verdipapirmarkedet.

Hurtig omskiftende markedsførhold gjør imidlertid et tilbaketrukket tilsyn med at fastsatte regler overholdes mindre egnet som tilsynsmetode alene. I det markedet stadig er i utvikling, med introduksjon av nye instrumenter i et globalisert marked, vil konkrete regelverksfastsatte premisser for virksomhetsutøvelsen forutsette stadig revisjon av regelverket. Stadig endrede markedsførhold, sammen med et komplisert marked, forutsetter at utøvelsen av skjønn i tilsynsarbeidet blir mer fremtredende. For å følge med i markedsplassenes virksomhet må tilsynet være mer oppsøkende. Fokus bør derfor skiftes over mot et mer operativt virksomhetstilsyn. For øvrig vises til at tilsynsform bør være lik for børser uavhengig av organisasjonsform som selveien- de institusjon eller aksjeselskap.»

Utvalget peker på at virksomhetstilsynet kunne tenkes videreført i dagens form ved et bredt sammensatt råd, som i motsetning til dagens børsråd kunne rendyrkes som tilsynsorgan. Utvalget viser imidlertid til at et slikt råd vil kreve løpende oppfølging, høy grad av spesialisering og fagkunnskap, samt evne til hurtig reaksjon og behandling. Fordi det i følge utvalget ligger i «rådsmodellens natur» at medlemmene ikke er heltidsengasjerte, vil et frittstående råd etter utvalgets syn ikke være hensiktsmessig. Utvalget mener at behovet for et operativt løpende tilsyn tilsier at denne funksjonen bør legges til et organ som kan drive tilsyn på heltid, og viser til at dette er den modellen som er valgt i de øvrige nordiske land og for øvrig synes å være foretrukket i Europa. Utvalget mener at Kredittilsynet fremstår som det naturlige valg i denne sammenheng. Utvalget uttaler videre (NOU 1999:3 side 244):

«Kredittilsynet har i dag operativt tilsyn de øvrige infrastrukturinstitusjonene; herunder Norsk Oppgjørssentral og Verdipapirsentralen. Det er Kredittilsynet som fører tilsyn med verdipapirforetakene, som i dag er markedsplass for unoterte instrumenter. Videre føres det tilsyn med finansinstitusjoner og forvaltningsselskaper for verdipapirfond som er sentrale aktører i verdipapirmarkedet. Kredittilsynets tilsynsoppgaver på verdipapirmarkedet i dag er knyttet tett opp mot børsvirksomhet. Tilsynet følger børsmedlemmene, som verdipapirforetak, og forvalter de generelle adferdsreglene i verdipapirhandelloven, herunder innsi- dehandelbestemmelsene.»

Utvalget nevner også muligheten for opprettelse av et nytt organ for tilsyn med regulerte markedsplasser, men kommer til at dette ikke vil være hensiktsmessig.

Når det gjelder det nærmere innhold av det operative tilsynet, mener utvalget at hovedformålet må være å sikre at markedsplassen i sin virksomhetsutøvelse holder seg innenfor den regulering, herunder konsesjonsvilkår, som er gitt for virksomheten. Etter utvalgets mening er det nærliggende å underlegge børser og autoriserte markedsplasser virksomhetstilsyn på lik linje med Norsk Oppgjørssentral og Verdipapirsentralen. Det vises til at mar-

keds plasser har likhetstrekk med disse institusjonene ved at alle tre virksomheter fungerer som infrastrukturinstitusjoner i verdipapirmarkedet. Utvalget viser til at innholdet i tilsynet med Norsk Oppgjørssentral og Verdipapirsentralen ikke er nærmere konkretisert i verdipapirhandelloven og verdipapirsentralloven. Også kredittilsynsloven § 3 er generelt formulert, men legger opp til et aktivt tilsyn. Utvalget viser til at tilsynsvirksomheten tradisjonelt vil ha to hovedmetoder i form av stedlig tilsyn ved besøk på markedsplassen og dokumentbasert tilsyn ved regelmessig rapportering fra virksomheten. I tillegg bør tilsynsorganet etter utvalgets syn løpende være premissleverandør til det organ som er gitt myndighet til å fastsette regler for markedsplassene. Utvalget viser også til hovedmomentene i IOSCOs anbefaling av september 1998. Det vises til nærmere omtale i NOU 1999:3 side 245.

Til hvilke virkemidler tilsynet bør ha, uttaler utvalget (NOU 1999:3 side 245):

«For å sikre overholdelse av regelverket, må tilsynsmyndighetene gis virkemidler til å avdekke og følge opp eventuelle regelbrudd.»

Utvalget foreslår at kredittilsynslovens regler gis anvendelse på tilsynet med børser og autoriserte markedsplasser. Utvalget uttaler (NOU 1999:3 side 246):

« *Utvalget* antar at kredittilsynsloven bør legges til grunn for markedsplass tilsynet, ved at § 1 endres slik at børser og autoriserte markedsplasser inngår i den oppregningen av institusjoner som Kredittilsynet har tilsyn med. Tilsynslovens regler får dermed anvendelse på tilsynet med markedsplassene. Det antas å være formålstjenlig å fastsette regler for opplysningsplikt for børs og autorisert markedsplass samt ledende ansatte og tillitsmenn i slike institusjoner, påleggskompetanse og tilsynets taushetsplikt i børsloven, selv om man da får en viss overlapping med tilsynslovens generelle regler. Denne fremgangsmåten er valgt for verdipapirhandelloven. Et enhetlig reguleringsystem for institusjoner i det samme markedet tilsier en slik løsning også for markedsplassene. Det vises til lovutkastet §§ 8-2 til 8-4 og § 11-2.»

Utvalget foreslår en bestemmelse om opplysningsplikt overfor Kredittilsynet for børser, autoriserte markedsplasser og selskap i samme konsern som slike. Videre foreslås det meldeplikt overfor Kredittilsynet dersom det inntreffer forhold som medfører risiko for at børs eller autorisert markedsplass ikke vil kunne oppfylle kapitalkrav, eller det oppstår andre forhold som kan innebære betydelig risiko for driften av foretaket. Videre foreslås det at foretak som har utstedt finansielle instrumenter som er opptatt til børsnotering eller handel på en autorisert markedsplass plikter å gi Kredittilsynet de opplysninger som Kredittilsynet anser nødvendig for å avgjøre om det har skjedd overtredelse av bestemmelser i børsloven eller bestemmelser gitt i medhold av denne vedrørende finansielle instrumenter som er utstedt av foretaket. Det foreslås også opplysningsplikt for foretak og privatperson vedrørende vedkommendes medlemskap eller deltagelse i handel på børs eller autorisert markedsplass.

Utvalget foreslår at Kredittilsynet skal kunne gi pålegg om retting dersom børs eller autorisert markedsplass opptrer i strid med lov, bestemmelser gitt i medhold av lov eller egne regler og forretningsvilkår. Tilsvarende skal gjelde dersom foretakets ledelse eller styremedlemmer ikke oppfyller de foreslåtte krav til hederlig vandel og erfaring. Dersom en aksjeeier med betydelig eierandel ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket,

eller handler i strid med den foreslåtte bestemmelse om krav til aksjeeiere, skal Kredittilsynet etter lovforslaget kunne gi pålegg om at stemmerettighetene knyttet til aksjene ikke kan utøves. Utvalget foreslår at det tas inn i børsloven at Kredittilsynet har taushetsplikt etter kredittilsynsloven § 7, samt en hjemmel for Kredittilsynet til å underrette noen som er eller vil bli påført tap som følge av at bestemmelser i lov eller medhold av lov ikke er overholdt.

Utvalget foreslår at Kredittilsynets tilsynskompetanse også skal gjelde overfor andre selskaper i samme konsern, når børs inngår i et konsern. Utvalget uttaler om dette (NOU 1999:3 side 245):

«Dersom virksomhet som børs eller autorisert markeds plass inngår i en holdingmodell, må tilsynets kompetanse til en viss grad også relateres til den øvrige delen av konsernet. Det må imidlertid antas at det skal foreligge spesielle omstendigheter før tilsynet for eksempel skal kunne foreta inspeksjoner i andre selskaper i et konsern der et verdipapirforetak inngår. Dersom holdingmodeller skal organiseres slik at konsernspissen skal være et rent eierselskap, som ikke skal drive annen virksomhet enn å forvalte sine eierinteresser i datterselskaper og underlagt eierbegrensningsregler og kapitalkrav, bør det for ordens skyld presiseres at tilsynet skal føre fullverdig tilsyn med disse foretakene. Dette anses nødvendig for å sikre at tilsynsvirksomheten også i slike selskaper skal kunne bli reell, blant annet i forhold til eierbegrensningsregler og virksomhetsbegrensninger. Se ellers lovutkastet §§ 8-1 og 8-2.»

Utvalget viser til at utgifter ved tilsyn i regi av Kredittilsynet etter kredittilsynsloven § 9 skal utlignes på de institusjoner som er under tilsyn, og at utligningen skjer forholdsmessig etter omfanget av tilsynsarbeidet med vedkommende institusjon. Utvalget viser til at alternative dekningsformer kan være belastning over statsbudsjettet uten etterfølgende utligning, eller bruk av gebyr for saksbehandling og tilsynsarbeid. Utvalget foreslår at utgiftene ved tilsyn med børs og autoriserte markeds plasser blir dekket inn etter den alminnelige regelen i kredittilsynsloven § 9, og uttaler (NOU 1999:3 side 246):

«Det er et veletablert prinsipp at tilsynskostnadene ved finanstillsynet blir utlignet på tilsynsenhetene. Gebyrer vil være en annen variasjon av dette prinsippet. Problemet med kostnadsdekning gjennom gebyr vil være at det mer generelle tilsynsarbeidet vanskelig kan spesifiseres for hver institusjon. Den utligningsmetoden som i dag benyttes overfor de institusjoner Kredittilsynet fører tilsyn med er antakelig den mest rettferdige fordelingsmetoden man i dag kan bruke.»

Når det gjelder straffesanksjoner, viser utvalget til at det ikke har registrert noe behov for å endre straffesanksjoneringen av overtredelse av børsreguleringen. Utvalget foreslår at gjeldende bestemmelse videreføres med enkelte nødvendige tilpasninger som følger av forslag til endringer i blant annet børsens organer og innføring av autorisert markeds plass.

11.3 Høringsinstansenes merknader

Statistisk sentralbyrå støtter utvalgets forslag om at børs og autoriserte markeds plasser skal underlegges tilsyn av Kredittilsynet på linje med andre institusjoner i verdipapirmarkedet.

Norges Fondsmeglerforbund uttaler at det støtter fullt ut at børser underlegges offentlig tilsyn av Kredittilsynet.

Kredittilsynet støtter utvalgets forslag om at børser og autoriserte markedsplasser skal være underlagt løpende virksomhetstilsyn, og vil i denne forbindelse særlig vektlegge markedsplassenes viktige samfunnsøkonomiske betydning samt betydningen av allmennhetens tillit til markedsplassene som viktige argumenter for at slik virksomhet er underlagt offentlig tilsyn. Kredittilsynet slutter seg i hovedsak til utvalgets forslag, og uttaler blant annet:

«Kredittilsynet ser det som hensiktsmessig å holde et eventuelt institusjonstilsyn med markedsplassene organisatorisk atskilt fra tilsynets samarbeid med markedsplassene i forbindelse med den løpende markedsovervåkingen. Et slikt organisatorisk skille vil bl.a. bidra til å klargjøre Kredittilsynets ulike roller i forhold til markedsplassene, og bygger i så måte videre på en inndeling av ansvarsområder som allerede i dag er inkorporert i Kredittilsynets Markedsavdeling. Det forutsettes imidlertid at tilsynet står fritt til å benytte informasjon innhentet gjennom markedsovervåkingsfunksjonen som en del av det samlede tilsynet med den enkelte markedsplass.»

Til utvalgets forslag om opplysningsplikt uttaler Kredittilsynet:

«Det er av stor betydning for tilsynsarbeidet at bl.a. tilsynsenheter har en vid opplysningsplikt overfor tilsynsmyndigheten. Dette synes ivare tatt ved utkastets § 8-2 første ledd. Kredittilsynet vil bemerke at bestemmelsen suppleres av kredittilsynsloven § 3, annet og tredje ledd, samt § 4 nr. 4. Av kredittilsynsloven § 3, tredje ledd fremgår det bl.a. at opplysningsplikt kan pålegges de enkelte tillits- og tjenestemenn i institusjonen dersom foretaket ikke oppfyller sin plikt til å gi tilsynsmyndigheten opplysninger.

Utkastets § 8-2 annet ledd er utformet etter mønster av verdipapirhandelens § 12-2 annet ledd som gjelder for verdipapirforetak og oppgjørssentraler. Kredittilsynet mener det er viktig at børser og autoriserte markedsplasser har en lovfestet plikt til uoppfordret å gi melding om forhold som kan innebære betydelig risiko for driften av slike foretak. Det vises bl.a. til våre merknader knyttet til de lovfestede kapital- og likviditetskrav under pkt. 3.3 ovenfor. Selv om Kredittilsynet vil føre et aktivt institusjonstilsyn med slike foretak, vil det være umulig å være fullt ut oppdatert på den løpende utviklingen. Hendelser som innebærer betydelig risiko vil videre kunne oppstå plutselig, som f.eks. svikt i datasystemer, brann, i tillegg til uventede økonomiske forhold. Når det oppstår slike situasjoner, vil en av tilsynsmyndighetens oppgaver være å medvirke til at man finner frem til hensiktsmessige løsninger som ivaretar både samfunnsmessige og de enkeltstående interesser. En forutsetning for slik medvirkning er at tilsynsmyndigheten underrettes straks situasjonen oppstår. Kredittilsynet støtter således i hovedsak utvalgets forslag til § 8-2 annet ledd.»

Kredittilsynet foreslår at det presiseres i lovteksten at opplysningsplikten vedrørende forhold som medfører risiko for at børs eller autorisert markedsplass ikke vil kunne oppfylle de fastsatte kapitalkrav, skal gjelde kravene til både ansvarlig kapital og likviditet.

Til utvalgets forslag til bestemmelse om tilsynets virkemidler, uttaler Kredittilsynet:

«Utkastets § 8-4 er basert på tilsvarende bestemmelser i verdipapirhandelloven § 12-4, første og fjerde ledd, og suppleres av kredittilsynsloven § 4. Kredittilsynet har ingen merknader til utvalgets forslag på dette punkt.

I tillegg til de pålegg som kan gis i medhold av de nevnte bestemmelsene, inngår det blant Kredittilsynets virkemidler å kunne kalle sammen foretakets styre. I slike møter samt i generalforsamlinger kan Kredittilsynet la seg representere og framsette forslag, men Kredittilsynet har ikke stemmerett. Kredittilsynet kan videre kreve innkallelse til ekstraordinær generalforsamling, og selv foreta slik innkallelse dersom foretaket ikke gjennomfører slik innkalling. Det vises til kredittilsynsloven § 5 første ledd.»

Kredittilsynet mener det er hensiktsmessig å innta den foreslåtte bestemmelse om Kredittilsynets taushetsplikt, og slutter seg til utvalgets forslag om dekning av kostnader ved tilsyn. Når det gjelder utkastet § 8-1 første ledd om tilsyn med holdingmodeller, viser Kredittilsynet til at den gjengir bestemmelser i kredittilsynsloven § 1 annet ledd. Kredittilsynet mener at selv om bestemmelsen strengt tatt er overflødig, vil det ha en pedagogisk og informasjonsmessig verdi å innta den i børsloven. Kredittilsynet foreslår videre en endring i forslaget til straffebestemmelse for å reflektere Kredittilsynets forslag om at også virksomhet som autorisert markeds plass skal være konsesjonsbelagt.

Oslo Børs støtter i utgangspunktet utvalgets forslag om at børs skal underlegges ordinært tilsyn fra Kredittilsynet, men mener det kan være et problem at børs og Kredittilsynet også må samarbeide om eller dele enkelte konkrete tilsynsoppgaver i markedet, og viser til at det kan oppstå problemer dersom det oppstår uenighet om prioriteringer av ulike typer saker eller med hensyn til anvendelse av ressurser. For slike tilfeller mener *Oslo Børs* at departementet bør kunne fastsette nærmere retningslinjer. *Oslo Børs* uttaler videre:

«Når det gjelder straffebud som beskytter kursfastsettelsen på børsnoterte verdipapirer spesielt, bør kompetansen til å anmelde overtredelser til påtalemyndigheten ligge både hos Kredittilsynet og børsen. Dette er et annet spørsmål enn spørsmålet om hvilken myndighet som skal ha forvaltningsansvaret for vphl. Oppfølgingen av overtredelser av slike bestemmelser har stor betydning for kvaliteten på og tilliten til markedet. Børsen har egeninteresse i at disse bestemmelser fungerer etter sitt formål, og kan være nærmere til å vurdere dette enn Kredittilsynet. At det er tempo i saksbehandlingen i slike saker er avgjørende for tillitsspørsmålet. Forsinkende mellomledd bør unngås når dette ikke er nødvendig. *Oslo Børs* legger til grunn at anmeldelse bør foretas av børsen selv.

Det er ellers et alminnelig prinsipp at vedkommende som er fornærmet i en straffesak kan be påtalemyndigheten om straffeforfølgning. Dette bør også gjelde her. Den praktiske ordningen mellom Kredittilsynet og børsen, og eventuelle rutiner for å sikre kvalitet i arbeidet før anmeldelse skjer, bør overlates disse å løse ved avtale.»

Aksjesparereforeningen i Norge viser til at tillit blant allmennheten og fra markedsaktører i inn- og utland er en forutsetning for et velfungerende og konkurransedyktig kapitalmarked, og uttaler:

«Foreningen ser alvorlig på den manglende tillit mange markedsaktører har til *Oslo Børs* nå, etter en rekke ulike henvendelser det siste året. Mange aktører oppfatter ikke Børsens og Kredittilsynets tilsyns-

virksomhet som tilstrekkelig effektiv og/eller forebyggende. I en medlemsundersøkelse foretatt blant foreningens medlemmer i mars 1999 svarte 50 prosent av respondentene at bedre regler/kamp mot innsidehandel og fordeling av informasjon til markedsaktørene, var saker foreningen burde prioritere i sitt arbeide overfor myndigheter og markedsaktører. Flere større og mellomstore private investorer foreningen har kontakt med arbeider nå aktivt med å plassere større deler av sine porteføljer i utlandet, fordi tilliten til det norske markedet er sviktende. Dette er meget alvorlige signaler.»

11.4 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets vurdering av behovet for å innføre et løpende virksomhetstilsyn med børser og autoriserte markeds plasser i Norge. Det ligger en generell samfunnsinteresse i at markeds plasser for omsetning av verdipapirer fungerer på en betryggende måte, et hensyn som et offentlig tilsyn vil bidra til å ivareta. Departementet viser også til at de fleste tilbydere av tjenester i finansmarkedet er underlagt tilsyn i medhold av kreditttilsynsloven § 1. I tillegg til banker, forsikringsselskaper og verdipapirforetak, nevnes spesielt Norsk Oppgjørssentral ASA og Verdipapirsentralen, som sammen med børsen er sentrale institusjoner i infrastrukturen i verdipapirmarkedet. Det vises også til at ISD artikkel 22 synes å forutsette et visst tilsyn med regulerte markeder og IOSCOs anbefalinger om tilsyn med børser og handelssystemer som nærmere omtalt i NOU 1999:3 kap. 24.3 og 24.4. Tilsyn vil isolert sett medføre visse ekstra kostnader for markeds plass for omsetning av verdipapirer. Departementet mener imidlertid at denne ulempen vil oppveies av at offentlig tilsyn må antas å øke tilliten til markeds plassen hos aktørene i verdipapirmarkedet. Departementet mener at hensynene til å sikre en effektiv og sikker infrastruktur for handel og oppgjør med lavest mulig systemrisiko taler for at regulerte markeder underlegges virksomhetstilsyn. Det understrekes at Finansdepartementets generelle tilsyn som følger av verdipapirhandelloven § 12-1 første ledd, som nærmere beskrevet under punkt 11.1, fortsatt vil gjelde.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at ansvaret for tilsynet med børser og autoriserte markeds plasser legges til Kredittilsynet, jf. lovforslaget § 8-1. Kredittilsynet har i dag tilsyn med blant annet Norsk Oppgjørssentral ASA og Verdipapirsentralen. Det er videre Kredittilsynet som fører tilsyn med verdipapirforetakene, som i dag er markeds plass for unoterte instrumenter, og med finansinstitusjoner og forvaltningsselskaper for verdipapirfond, som er sentrale aktører i verdipapirmarkedet. Departementet mener som utvalget at verken opprettelse av et eget organ for å utføre børs tilsyn eller videreføring av dagens børsrådsmodell synes særlig hensiktsmessig og kan i hovedsak slutte seg til utvalgets begrunnelse på dette punkt.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at kreditttilsynslovens ordinære regler om tilsyn gis anvendelse for Kredittilsynets tilsyn med børs og autorisert markeds plass. Det vises til forslaget til endring av kreditttilsynsloven § 1 første ledd nr. 10, hvor børs og autorisert markeds plass tas inn i opplistingen over institusjoner under tilsyn.

I tillegg til forslaget om å gi kreditttilsynsloven anvendelse overfor tilsyn med børser og autoriserte markeds plasser, foreslår utvalget egne regler om tilsyn i børsloven. Departementet antar at det vil være hensiktsmessig å utfylle

kredittilsynslovens generelle regler med enkelte særregler spesielt utformet med tanke på tilsynet med børser og autoriserte markedsplasser, selv om dette vil medføre en viss overlappning med tilsynslovens generelle regler. Det vises for så vidt til det tilsvarende system som er valgt i verdipapirhandellden, jf. verdipapirhandellden kapittel 12. Ingen høringsinstanser har hatt innvendinger mot den foreslåtte løsning.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at Kredittilsynet skal føre tilsyn også med andre selskaper som inngår i konsern med børs eller autorisert markedsplass. Utvalgets forslag til bestemmelse i § 8-1 annet ledd tilsvarer imidlertid fullt ut kredittilsynsloven § 1 annet ledd, som vil komme til anvendelse for børser og autoriserte markedsplasser, jf. forslaget til endring av Kredittilsynsloven § 1. Etter departementets syn er bestemmelsen på denne bakgrunn overflødig og foreslås sløyfet.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om en bestemmelse om opplysningsplikt overfor Kredittilsynet for børser og autoriserte markedsplasser, jf. lovforslaget § 8-2. Det vises til at en lignende bestemmelse for verdipapirforetak og oppgjørssentraler fremgår av verdipapirhandellden § 12-2 første ledd, og at Kredittilsynet i sin høringsuttalelse har gått inn for bestemmelsen. Utvalget foreslår at opplysningsplikten også skal gjelde for selskap i samme konsern som børs og autorisert markedsplass. Dette går lengre enn bestemmelsen i verdipapirhandellden § 12-2 som bare pålegger verdipapirforetaket opplysningsplikt. Departementet antar at det er hensiktsmessig at også selskap som inngår i samme konsern som børser og autoriserte markedsplasser pålegges opplysningsplikt overfor Kredittilsynet. Det vises blant annet til at Kredittilsynet i medhold av kredittilsynsloven § 1 skal føre tilsyn også med andre selskaper i konsern med børs og autorisert markedsplass, jf. omtale ovenfor.

I samsvar med utvalgets forslag foreslår departementet en bestemmelse om meldeplikt overfor Kredittilsynet dersom det inntreffer forhold som medfører risiko for at børs eller autorisert markedsplass ikke vil kunne oppfylle de fastsatte kapitalkrav, eller det oppstår andre forhold som kan innebære betydelig risiko knyttet til driften av foretaket, jf. lovforslaget § 8-2 annet ledd. En lignende bestemmelse fremgår av verdipapirhandellden § 12-2 annet ledd. I tråd med Kredittilsynets høringsuttalelse foreslås det presisert at meldeplikten knyttes både til de fastsatte krav til ansvarlig kapital og likviditet.

I likhet med utvalget foreslår departementet at en utsteder av børsnoterte finansielle instrumenter eller utsteder av finansielle instrumenter som er opp tatt til notering og handel på en autorisert markedsplass plikter å gi Kredittilsynet de opplysninger som Kredittilsynet anser nødvendige for å avgjøre om det har skjedd overtredelse av bestemmelser i eller i medhold av børsloven vedrørende de finansielle instrumentene som er utstedt av foretaket, jf. lovforslaget § 8-2 tredje ledd. Bestemmelsen har en parallell i verdipapirhandellden § 12-2 femte ledd som gjelder opplysningsplikt for utstederne om forhold Kredittilsynet anser nødvendig for å avgjøre om det har skjedd overtredelse av verdipapirhandelldogivningen. Opplysningsplikten foreslås å gjelde tilsvarende for børsmedlemmes samt tillitsvalgte og ansatte hos børsmedlem vedrørende medlemskapet eller deltakelsen i notering og handel på børs eller autorisert markedsplass. Det vises til lovforslaget § 8-2 tredje ledd.

Utvalget foreslår at det tas inn en bestemmelse om at Kredittilsynet har taushetsplikt etter kredittilsynsloven § 7. Departementet viser til at bestemmelsen ikke har noen selvstendig betydning, da kredittilsynsloven uansett vil gjelde og foreslår at bestemmelsen sløyfes. Utvalget foreslår et unntak fra taushetsplikten ved at Kredittilsynet kan underrette noen som er eller vil bli påført tap som følge av at lovbestemmelser ikke er overholdt, jf. tilsvarende bestemmelse i verdipapirhandeloven § 12-3. Departementet slutter seg til utvalgets forslag, jf. lovforslaget § 8-3.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om å gi Kredittilsynet hjemmel til å gi børs og autorisert markeds plass pålegg om retting dersom foretaket opptre i strid med lov eller egne regler og forretningsvilkår, jf. lovforslaget § 8-4 første ledd. Tilsvarende vil gjelde dersom foretakets ledelse eller styremedlemmer ikke oppfyller kravene til hederlig vandel og erfaring som fastsatt i § 3-2 annet ledd. Det vises til at en lignende bestemmelse fremgår av verdipapirhandeloven § 12-4 første ledd. Departementet legger til grunn at «egne regler og forretningsvilkår» også vil omfatte interne retningslinjer og instruksjoner, jf. lovforslaget § 3-4.

Departementet foreslår i tråd med utvalgets forslag at Kredittilsynet skal kunne gi pålegg om at stemmerett knyttet til aksjer ikke kan utøves dersom de subjektive krav til aksjeeieren ikke er oppfylt, jf. § 8-4 annet ledd. Det vises til at departementet foreslår at subjektive krav til aksjeeiere bare skal stilles i forhold til autoriserte markeds plasser.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at utgiftene ved tilsynet dekkes inn gjennom de alminnelige regler om utlikning av utgifter i kredittilsynsloven, jf. kredittilsynsloven § 9.

Departementet viser til Kredittilsynets uttalelse om at det er hensiktsmessig å holde et institusjonstilsyn med markeds plassene organisatorisk adskilt fra tilsynets samarbeid med markeds plassene i forbindelse med den løpende markedsovervåkingen. Departementet legger til grunn at Kredittilsynet selv finner frem til den mest hensiktsmessige organisering av de nye tilsynsoppgavene. Departementet har imidlertid ikke innvendinger til at tilsynet fritt kan benytte informasjon innhentet gjennom markedsovervåkningsfunksjonen som en del av det samlede tilsyn med hver enkelt markeds plass, som forutsatt av Kredittilsynet i sin høringsuttalelse. Det vises for øvrig til omtalen av Kredittilsynets funksjoner i forbindelse med markedsovervåkingen under kapittel 9.

Utvalget foreslår i hovedsak å videreføre straffebestemmelsen i børsloven § 6-1, med visse justeringer som følge av forslaget om at det ikke lenger skal være børsråd og for forslaget om innføring av regulering av autorisert markeds plass. Departementet viser til at utvalget ikke har sett behov for å endre regelen, og at ingen av høringsinstansene har hatt merknader til dette. Departementet slutter seg til utvalgets forslag, men foreslår visse endringer i bestemmelsens første ledd for å hensynta departementets forslag om at også virksomhet som autorisert markeds plass skal være konsesjonspliktig. Det vises til lovforslaget § 9-1.

Administrative sanksjoner overfor børs og autorisert markeds plass i form av endring og tilbakekall av konsesjon er nærmere beskrevet i punkt 5.3.

12 Omdannelse til allmennaksjeselskap

12.1 Gjeldende rett

Etter gjeldende børslov skal børs være organisert som selveiende institusjon. Loven inneholder på denne bakgrunn ikke regler om omdannelse av børsen til noen annen organisasjonsform. Det er heller ikke gitt nærmere regler om avvikling av børsen. Børsloven § 7-2 bestemmer imidlertid at Kongen kan gi nærmere regler om omdanning eller avvikling av børser opprettet eller drevet etter den tidligere børslov av 19. juni 1931. Slike regler er ikke gitt.

12.2 Utvalgets forslag

Fremgangsmåte

Utvalget foreslår at det skal gis regler som gir adgang for eksisterende børs til å omdanne seg til et allmennaksjeselskap. Utvalget legger til grunn at reglene bør legges til rette for at børsen, forutsatt at den ønsker det, skal kunne omdannes til allmennaksjeselskap raskt, og oppnå de fordeler som anses å ligge i å være organisert som allmennaksjeselskap; det vises særlig til organisatorisk fleksibilitet internt og eksternt, mulighet til å innhente egenkapital og til å få et eierskap som kontrollerer og stiller krav til organisasjonen. Utvalget viser til at børsen er en viktig del av infrastrukturen i det norske markedet, og at det derfor er viktig at en omdannelse ikke gjennomføres på en måte som truer børsens tillit, og uttaler (NOU 1999:3 side 250):

«Mister markedet tillit til børsens integritet og stabilitet i en overgangsperiode, vil det ikke bare kunne skade børsens fremtidige konkurransesituasjon, men også den norske finansnæringen totalt. Dersom omdannelsen svekker børsens konkurranseevne og soliditet, vil børsen kunne finne det uforsvarlig eller uhensiktsmessig å vedta omdannelse til allmennaksjeselskap. Omdannelsen bør derfor kunne skje på en måte som i hvert fall initialt gir børsen både et eierskap og et økonomisk fundament som kan ivareta disse hensyn.»

Om den eksisterende børs' formue uttaler utvalget blant annet (NOU 1999:3 side 250):

«Eksisterende børs' formue må ved en eventuell omdannelse til allmennaksjeselskap, håndteres på en måte som i minst mulig grad forutsetter skjønnsmessige verdivurderinger av børsen. Det bør ved valg av fremgangsmåte legges vekt på å unngå at det finner sted vederlagsfrie overføringer som tilgodeser særskilte grupper eller enkeltinstitusjoner.»

Utvalget foreslår at omdannelse gjøres ved at den nåværende børs stifter et allmennaksjeselskap, og overfører eiendeler og forpliktelser i sin helhet til dette selskapet. Det nystiftede allmennaksjeselskapet skal videreføre børsens virksomhet, mens den selveiende institusjonen i utgangspunktet skal eie samtlige aksjer i selskapet. Aksjene forutsettes videresolgt i sammenheng med stiftel-

sen av allmennaksjeselskapet. Etter utvalgets forslag skal salgsprovenyet, etter fradrag for midler som trengs for avvikling av den opprinnelige selveiende institusjonen, simultant overføres til en nyetablert børsstiftelse.

Utvalget har også vurdert andre alternative fremgangsmåter for omdannelse av nåværende børs til et allmennaksjeselskap, og uttaler om dette (NOU 1999:3 side 250):

«Utvalget har også vurdert en alternativ fremgangsmåte hvor allmennaksjeselskapet stiftes med innskudd av et beløp tilsvarende allmennaksjelovens (eller aksjelovens) minstekrav, og hvor det nystiftede selskapet kjøper samtlige rettigheter og forpliktelser mot kontantoppgjør til børsen som videreføres til den nyopprettede børsstiftelsen. I sammenheng med kjøpet gjennomføres en emisjon hvor emisjonsprovenyet i større eller mindre grad tjener som dekning for vederlaget børsvirksomheten erverves for. Utvalget har imidlertid sett det som viktig for børsens stabilitet, tillit og konkurranseevne at børsens egenkapital ikke skal berøres av omdannelsen. Dagens børs er etter loven forutsatt å ha slik kapital og slike reserver som er nødvendig for virksomheten. I den grad børsen i forbindelse med omdannelsen har behov for ytterligere kapital vil det da være opp til børsen selv å avgjøre om dette skal dekkes ved lånopptak eller emisjon av aksjer. Ved valg av fremgangsmåte er det også lagt vekt på at børsens kreditorer og avtaleparter etter en omdannelse vil måtte forholde seg til det nystiftede aksjeselskapet.

Utvalget har også vurdert løsninger lignende den danske modell hvor verdier tilsvarende nettoaktiva ble bundet som en fondsreserve i aksjeselskapet. Aksjene i selskapet ble utstedt gjennom nyemisjon mot innbetaling, rettet mot utstedere og børsmedlemmer, jf kapittel 25.3 ovenfor. Fondsreserven ville etter en slik modell bare kunne anvendes til dekning av underskudd som ikke kunne dekkes av beløp som kunne anvendes til utbytte i aksjeselskapet. Ordningen forutsetter at fondsreserven oppreguleres årlig med en nærmere bestemt rentesats ved overføring av en andel av et eventuelt overskudd i aksjeselskapet i den grad dette ikke medgår til å dekke tidligere års underskudd. For det tilfelle at aksjeselskapet opphører, ville fondsreserven ikke kunne tilfalle aksjonærene, men når gjelden var dekket, anvendes til formål som vedrører børsvirksomhet. Utvalget har imidlertid ikke funnet å anbefale slik løsning, jf nedenfor, særlig fordi dette ville innebære en overføring av verdier i børsen til (de nye) aksjonærene.»

Hvem som skal være børsens initiale eiere

Etter stiftelse av allmennaksjeselskap og overføring av virksomheten skal aksjene etter utvalgets forslag videreselges før nettoprovenyet overføres til en ny børsstiftelse. Utvalget viser til at aksjene i utgangspunktet vil være fritt omsettelige, men underlagt generelle eierbegrensningsregler. Utvalget foreslår en bindingstid på aksjene, det vil si at det i en periode etter omdanningen skal være restriksjoner på salg av aksjer i børsen. Spørsmålet som utvalget drøfter er derfor hvem som skal være børsens eiere i *en viss periode* etter omdanningen.

Etter utvalgets syn vil særlig to hensyn være sentrale i vurderingen av hvem som skal være børsens første eiere. Det første er hensynet til å gi børsen en hensiktsmessig eierstruktur i overgangsfasen fra å være en selveiende stiftelse uten overskudd som formål til å bli et privat eiet allmennaksjeselskap.

Videre vil de som gis anledning til å kjøpe aksjene første gang få del i eventuelle merverdier utover den kurs som må betales for aksjene. Utvalget antar at særlig i en overgangsperiode vil utstedere, børsmemberer og investorer kunne ha betydelig kompetanse for og interesse i å være eiere. Utvalget viser til at disse, som børsens direkte og indirekte brukere, har en interesse i å utvikle børsen som en internasjonal markeds plass i konkurranse med utenlandske børser og uregulerte markeder. Utvalget viser også til at børsens brukere har vært sentrale i ledelsen av børsen gjennom børsrådet og børsstyret.

Utvalget mener det er viktig at børsen i den første overgangsfasen har eiere som har en strategisk interesse i utvikling av børsen og som kan bidra til å bevare børsens tillit i en periode hvor den ellers kunne være sårbar. Utvalget uttaler om dette blant annet (NOU 1999:3 side 251):

«Det vil kunne være uheldig for børsens tillit og utvikling om eierskapet i overgangsperioden var preget av rent finansielle investorer - norske eller utenlandske - med ensidig prioritering av avkastning på kort sikt. Et stabilt initialt eierskap blant annet knyttet til børsens brukere antas å kunne bidra til at en eventuelt omdannet børs integreres i den nasjonale infrastruktur for verdipapirmarkedet.»

Utvalget er imidlertid delt i spørsmålet om det initiale eierskapet skal begrenses i samsvar med de ovenfor nevnte hensyn, eller om aksjene skal selges fritt i det norske og utenlandske marked. *Utvalgets flertall* (ni medlemmer) foreslår at kretsen av initiale eiere skal være begrenset, og uttaler (NOU 1999:3 side 251):

« *Utvalgets flertall* (alle unntatt Bunæs, Seland og Selnes) legger avgjørende vekt på de ovennevnte behov for tillit, stabilitet og integrering av en omdannet børs i den nasjonale infrastruktur. Et fritt salg av aksjene i markedet vil prinsipielt åpne for at hele børsen blir initialt kjøpt av rene finansielle investorer i Norge eller utlandet, uten nærmere tilknytning til børsen som brukere eller til infrastrukturen i verdipapirmarkedet. Når det gjelder avgrensningen av den initiale eierkrets vises til at det bare er børsmemberer og utstedere som har et direkte brukerforhold til børsen, mens investorene er børsmemberenes kunder og utstedernes eiere/forordningshavere. Det forhold at bare børsmemberer og utstedere (siden 1980) har betalt lovhjemlede, årlige avgifter for børsens drift, er etter flertallets syn et argument for at disse er nærmest til å bli tilbudt retten til å bli aksjonærer ved omdannelsen. Det vises for øvrig til den løsning som er valgt i Danmark og Sverige, jf kapittel 25.3 ovenfor. Dette gjelder selv om et samlet utvalg er av den oppfatning at de betalte avgifter utgjør en forretningsmessig godtgjørelse for de tjenester børsen har levert og at det ikke foreligger noe grunnlag for å kreve kompensasjon for for mye innbetalte avgifter i denne sammenheng.

Utvalgets flertall mener prinsipielt at det er ønskelig at også investorene er representert blant børsens initiale eiere. Selv om investorene har et mindre direkte forhold til og avhengighet av børsen, har de en interesse i at børsen fungerer, og kan tilføre kompetanse og synspunkter som rene utsteder - og meglerinteresser ikke nødvendigvis har.»

Utvalget viser til at utstedere og børsmemberer praktisk sett lett kan identifiseres, og at det også er mulig å finne objektive kriterier for fordeling av aksjer, for eksempel på grunnlag av deres avgiftsbetaling til børsen. Når det

gjelder investorene, viser utvalget til at det er svært vanskelig å finne objektive tildelingskriterier som oppfattes som rimelige.

Utvalgets flertall finner på denne bakgrunn at det initiale salg av aksjer bør gjøres til de foretak som er utstedere og børsmedlemmer på et nærmere angitt tidspunkt eller i en periode forut for omdannelsen. *Flertallet* viser til at en slik løsning også er i samsvar med ordningene i Danmark og Sverige. *Flertallet* mener at en fordeling der børsmedlemmene og aksjeutstederne hver gis rett til å kjøpe 40 prosent av aksjene, mens obligasjonsutstederne gis rett til å kjøpe 20 prosent, vil være hensiktsmessig.

Flertallet mener at det bør tilligge børsen å fastsette den nærmere fordeling innen hver gruppe, dog slik at dette skal godkjennes av Finansdepartementet som ledd i behandlingen av søknad om omdannelse. Utvalget mener det bør legges vekt på brukernes betaling av årlige og løpende avgifter til børsen, for eksempel over en periode på de siste 5 år. Utvalget mener videre det bør legges til rette for at retten til å kjøpe aksjer i det initiale salget bør kunne overføres til andre innen den initiale eierkrets, innenfor rammen av de foreslåtte eierbegrensingsreglene.

Dersom det ikke skulle være tilstrekkelig interesse for aksjene blant de angitte brukergrupper, bør det etter utvalgets syn være adgang til å fravike de foreslåtte begrensningene i hvem som skal kunne tilbys aksjer i det initiale aksjesalg. Utvalget foreslår at Kongen i forbindelse med godkjennelse av den konkrete omdannelsesplan gis adgang til å avgjøre dette, inkludert å pålegge salg til en bredere krets.

Utvalgets mindretall (3 medlemmer) støtter i hovedsak den skisserte fremgangsmåte for eventuell omdannelse av eksisterende børs. *Mindretallet* mener imidlertid at ingen enkeltinteressenter eller grupper av interessenter skal gis særfordeler ved spredningssalg. Aksjene bør søkes solgt til best mulig pris. *Mindretallet* anbefaler at salget av aksjer gjennomføres ved et offentlig tilbud etter reglene i verdipapirhandelloven kapittel 5 og at det gjøres bruk av auksjon eller andre alminnelige aksepterte plasseringsteknikker. Etter *mindretallets* syn vil dette sikre at det oppnås markedsriktig pris samtidig som en vil oppnå at de interessenter som har sterkest motivasjon til å erverve aksjer får best tildeling. For øvrig er det *mindretallets* oppfatning at børsnoterte utstedere og børsmedlemmer har variert så vidt mye over tid, at det uansett vil kunne gi urimelige utslag å gi nåværende utstedere/medlemmer fortrinn.

Utvalget har vurdert om den nyetablerte børsstiftelsen bør kunne eie alle eller deler av børsens aksjer etter omdannelsen, men har funnet ikke å ville anbefale dette. Utvalget foreslår imidlertid ikke noe forbud mot at stiftelsen senere erverver aksjer utstedt av børsen.

Utvalget har også vurdert om børsens ansatte bør gis anledning til å være blant de initiale eierne, og uttaler til dette (NOU 1999:3 side 253):

«Utvalget ser gode grunner til at de ansatte skal kunne være aksjonærer i børsen. Det er imidlertid naturlig at dette spørsmålet vurderes av styret i det nye selskapet etter, eller som ledd i omdannelsen, ut fra alminnelige forretningsmessige og aksjerettslige prinsipper, og i tilfelle gjennomføres i form av en særskilt rettet kapitalforhøyelse.»

Bindingstid

Etter utvalgets oppfatning bør det i en overgangsperiode på ett til to år etter det initiale salget være restriksjoner på salg av aksjer. Utvalget viser til at dette vil kunne gi en gradvis overgang til en ny struktur gjennom kontinuitet og stabilitet i eierforholdene i en sårbar periode og bidra til at børsens alminnelige tillit i markedene ikke svekkes i denne overgangsperioden. Blant annet i forhold til internasjonale markeder og investorer er det etter utvalgets syn sentralt at det ikke reises tvil om børsens stabilitet og fortsatte virksomhet. For aksjonærene vil det i følge utvalget øke fokus på at aksjene er en strategisk og ikke rent finansiell investering. I den grad det ligger et prisreduserende element i begrensningen i kretsen for det initiale salg av aksjer, er det også etter utvalgets syn rimelig at aksjene ikke fritt kan omsettes straks. Utvalget mener at bindingene må utformes slik at de er praktisk håndterbare, for eksempel ved åpning for salg innen den initiale eierkrets. Utvalget viser til de ordninger som har vært praktisert i Danmark og Sverige. Detaljene i ordningen bør etter utvalgets syn fastsettes av børsen i forbindelse med omdannelsen og forutsettes godkjent av departementet som ledd i dets behandling av omdannelses-søknaden.

Vederlag for aksjer og anvendelse av proveny

Utvalget viser til at nettoverdien av eksisterende børs etter omdannelse og overføring av virksomhet til det nystiftede aksjeselskapet vil ligge i den nye børsstiftelsen som vederlag for de solgte aksjene. Utvalget uttaler (NOU 1999:3 side 254):

«At formuen før omdannelsen er eiet av en selveiende institusjon (børs) til fordel for et angitt formål legger visse beskrankninger for disponeringen. Utgangspunktet må være at midlene skal anvendes i tråd med formålet, jf stiftelsesloven § 36, børsloven av 1931 § 23 og praksis. Bestemmelsen i børsloven av 1931 § 23 tredje ledd som er sitert foran i kapittel 25.2.1, må i hovedtrekk antas å gjelde tilsvarende for dagens børs. Stiftelsens formål kan trolig formuleres slik at det går ut på å støtte børsvirksomhet samt næringslivet for øvrig. Med det geografiske virkeområdet børsen faktisk har, kan formålet neppe begrenses til Oslo, men tjene dette formålet i Norge.

Rettslig sett vil riktignok lovgiver ha relativt stor frihet til å beslutte hvordan formuen skal videreføres. Som eksempel vises til at finansieringsvirksomhetsloven kapittel 2 del III åpner for omdanning av kredittforening ved utdeling av aksjer til foreningens medlemmer, selv om en forenings medlemmer i henhold til ulovfestede foreningsrettslige prinsipper ikke kan sies å eie foreningen eller dens formue (jf Woxholth, Foreningsrett side 31).

Likevel må det antas at Grunnloven § 105 vil være til hinder for at børsens formue gjennom lov eller på annen måte eksproprieres, uten at det ytes full erstatning. Grunnlovspåbudet er skrevet ut fra det som hadde størst praktisk interesse, ekspropriasjon til fordel for staten, men må forstås slik at det også omfatter ekspropriasjon til fordel for private, jf Johs. Andenæs, Statsforfatningen i Norge, Oslo 1986 side 453.

Dette innebærer for det første at det neppe kan bestemmes at børsens formue uten videre skal overføres til statskassen. Den kan imidlertid tenkes videreført som et offentlig fond/stiftelse i tråd med formålet.

Det kan også stilles spørsmål om det vil være i strid med Grunnloven § 105 å vederlagsfritt overføre børsens formue til børsens enkelte brukere eller andre, ettersom dette neppe kan sies å være i samsvar med stiftelsens formål.»

Utvalget finner ikke grunn til å foreslå at de avgiftsbetalende brukerne av børsen bør få del i børsens formue, og uttaler (NOU 1999:3 side 254):

«Det har imidlertid vært hevdet at de avgiftsbetalende brukerne i en eller annen form bør få del i børsens formue fordi formuen er et resultat av for mye betalte avgifter. Det vises til at børsens avgifter bare kan kreves «til dekning av utgifter til en forsvarlig drift», jf børsloven § 5-1, selv om det i loven også synes forutsatt at børsen skal kunne ha tilstrekkelige reserver i tillegg til driftsmidler. På den annen side er børsens kapital et resultat av snart 180-års virksomhet med ulike avgiftsgrunnlag og ulike avgiftsbetalere. For eksempel ble ordningen med årlig børskontingent for byens handlende først avskaffet samtidig med avvikling av krav til handelsbrev med lov av 1980. Å tilføre midlene til dem som for tiden er børsens brukere, vil derfor kunne utgjøre en tilfeldig fordel for disse. Dessuten er en ikke uvesentlig del av børsens inntekter skaffet til veie på annet vis enn gjennom avgifter. Børsens avgifter må således sies å være betaling for leverte tjenester, hvor ingen i utgangspunktet har noe krav på tilbakebetaling. At avgiftsbetaling kan være et relevant moment ved avgjørelse av hvem som bør bli børsens initiale eiere, er prinsipielt sett noe annet.»

Utvalget har vurdert om det vil være hensiktsmessig å båndlegge formuen som et bundet fond i det aksjeselskap som viderefører børsdriften, og viser til at denne modellen er valgt i Danmark. Utvalget anser imidlertid et slikt fond som så vidt fremmedartet at det vil bryte med utvalgets ønske om å åpne for at en børs skal kunne drives i en rendyrket aksjeselskapsform, og uttaler (NOU 1999:3 side 254):

«Et slikt bundet fond vil i prinsippet kunne vedbli i selskapet som en historisk betinget struktur, og vil kunne komplisere tilpasning til fremtidige forhold, for eksempel ved sammenslåing med andre foretak.

Dersom formuen blir liggende i det videreførende aksjeselskapet i bunden eller fri form, vil utdeling av vederlagsfrie aksjer - eller utstedelse av aksjene gjennom emisjon i selskapet - måtte sies å være en indirekte utdeling av formuen. Aksjonærene kan få avkastning av den tidligere børsens kapital, selge aksjene, beslutte nedskrivning av kapitalen eller avvikling av selskapet med utdeling til aksjonærene.»

Utvalget foreslår at salg av aksjer bør gjøres til en mest mulig markedsfastsatt pris, hvor prisen i spredningssalget fastsettes etter en profesjonell prosess for avklaring av etterspørselen i markedet. På bakgrunn av at utvalget har vært delt i synet på om det skal være begrensninger på hvem som kan være børsens initiale eiere, uttaler utvalget (NOU 1999:3 side 254):

« *Utvalgets flertall* (alle unntatt Bunæs, Seland og Selnes) går som beskrevet ovenfor inn for at nærmere definerte grupper i utgangspunktet skal ha fortrinnsrett til aksjene og at prisfastsettelsen betinges av dette, mens *mindretallet* foretrekker en prisdannelse basert på at alle interessenter er likestilt. Det vil uansett ikke være nødvendig for børsen eller myndighetene å vurdere om vederlaget skal fastsettes utfra bokførte verdier, reell markedsverdi av nettoeiendeler, eller utfra en «going concern»-verdsettelse hvor det også legges vekt på forventning om

fremtidig inntjening. Ved fastsettelse av salgsprisen må det hensyntas at børsen ikke tidligere har vært drevet etter kommersielle prinsipper og med overskudd som formål, og at det således vil kunne ta noe tid før en omstilling er gjennomført. Det vil også kunne være behov for investeringer i en slik omstillingsprosess. Dernest vil restriksjoner på omsettelighet og bindingstid kunne bidra til å redusere prisen.»

Utvalget forutsetter at det uansett anvendes profesjonelle rådgivere til å vurdere hva markedet vil være villig til å betale for aksjene, og at det fastsettes en kurs eller foretas en form for auksjon, hvor det er sikkerhet for at salget kan gjennomføres. Eventuelt mener utvalget det kan dannes et konsortium som garanterer for kjøp av samtlige aksjer.

Utvalgets flertall peker på at i den grad vederlaget for aksjene blir lavere ved at de tilbys en begrenset krets enn om de tilbys fritt, vil ikke dette påvirke børsens økonomi, men kun stiftelsens salgspromeny. Den eventuelle lavere pris vil i følge *flertallet* også måtte sies å være vederlaget for en ønsket initial eierstruktur som sikrer børsens tillit og konkurranseposisjon, samt for en integrering i den nasjonale infrastrukturen til fordel for hele det norske verdipapirmarked.

Utvalgets mindretall (Bunæs, Seland og Selnes) viser til at prisen pr. aksje vil være høyere dersom prisen fastsettes utfra den samlede etterspørsel, enn om den begrenses til de direkte brukerne. Det siste vil i følge *mindretallet* utgjøre en «rabatt» til enkelte grupper som *mindretallet* oppfatter som uberettiget.

Nærmere om børsstiftelsen og dens formue

Utvalget foreslår som nevnt at vederlaget for salget av aksjene overføres til en nyopprettet børsstiftelse. Etter utvalgets syn er det svært usikkert hva salgspromenyet for aksjene som vil utgjøre den nyopprettede børsstiftelsens formue vil utgjøre. Basert på dagens situasjon for Oslo Børs vil det kunne dreie seg om et betydelig beløp. Utvalget viser til at Oslo Børs' bokførte egenkapital pr. 31. desember 1997 var på omlag 160 millioner kroner.

Stiftelsens formål må etter utvalgets syn fastsettes i lys av formålet til den avviklede selveiende institusjonen (børsen). Utvalget foreslår at stiftelsens formål bør være knyttet til fremme av et velfungerende norsk marked for finansielle instrumenter. Dette kan i følge utvalget typisk være å yte bidrag til økonomisk og næringsmessig forskning, utdanning, samt til markedsføring og opplysningsvirksomhet knyttet til formålet. Utvalgets forslag til anvendelse av stiftelsens midler er nærmere omtalt i utredningen på side 255.

Utvalget ser for seg at den vesentligste del av stiftelsens kapital vil kunne utdeles over en periode på for eksempel 10 til 20 år.

Utvalgets forslag til bestemmelser om organisasjon og administrasjon av stiftelsen er nærmere omtalt i utredningen på side 255-256.

Regler for gjennomføring av omdannelse

Utvalget mener som nevnt at valg av organisasjonsform bør tilligge børsen selv, ved børsrådet. Utvalget uttaler videre (NOU 1999:3 side 256):

«Børsen er i dag en lovregulert selveiende institusjon, uten at det i loven er regler om avvikling eller omdannelse. Hovedprinsippene for omdannelse, herunder nødvendige fullmakter til å treffe avgjørelser, fastsette nærmere regler og til å godkjenne modell, må derfor gis i lovs form. Finansdepartementet bør gis hjemmel til å fastsette nærmere regler om omdannelsen og til å godkjenne børsrådets beslutning om omdannelse og nærmere fremgangsmåte for denne, inkludert vedtekter for den omdannede børs, se lovutkastet § 10-2.

I lovbestemmelsen bør hovedmomentene for omdannelsen fremgå, som drøftet av utvalget ovenfor. Det vises til lovutkastet § 10-4 om dette.

Det må også fastsettes i lov at børsen etter omdannelsen hefter for de samme forpliktelser og har de samme rettigheter som før. Børsens kreditorer og avtaleparter vil således ikke ha noen rett mot andre enn den omdannede børs, se lovutkastet § 10-5. Det vises for øvrig til tilsvarende regulering i finansieringsvirksomhetsloven § 2-20 ved omdannelse av finansinstitusjon til aksjeselskap.»

Skattespørsmål

Utvalget viser til at børsen etter omdannelsen vil være skattesubjekt som ethvert annet næringsdrivende foretak, og uttaler videre (NOU 1999:3 side 256):

«Det er imidlertid forutsatt at omdannelsen skal kunne foretas uten at denne i seg selv utløser skatt på børsens eller stiftelsens hånd. Utvalget har ikke vurdert om det er nødvendig med særskilt lovbestemmelse for å gjøre dette, men antar at dette kan vurderes av Finansdepartementet under den videre lovforberedelse.»

12.3 Høringsinstansenes merknader

Sparebankforeningen og *Justisdepartementet* støtter utvalgets forslag til omdannelsesmodell hvor vederlaget overføres til en stiftelse som har til formål å fremme et velfungerende norsk marked for finansielle instrumenter.

Norges Bank slutter seg i lys av utvalgets vurdering av at børsen er en stiftelse og at summen må overføres til en børsstiftelse under Stiftelsesloven, til utvalgets forslag.

Næringslivets Hovedorganisasjon mener at en bør velge den «danske modellen» for omdanning fremfor den modell utvalget har foreslått. Som nevnt foran, valgte en ved omdannelsen av børsen i Danmark å beholde børsens egenkapital som et bundet fond. Næringslivets Hovedorganisasjon mener at i stedet for å binde beløpet i børsen som et fond, kan en legge midlene i børsen som ansvarlig lånekapital hvor stiftelsen står som kreditor. Næringslivets Hovedorganisasjon uttaler blant annet:

«Børslovutvalget foreslår at disse midlene skal deles ut til angitte formål over en 10-20 års periode. Midlene som bindes opp i børsen må således kunne avskrives eller overføres til børsens egenkapital over samme periode, men hvor denne egenkapitalen ikke kan utnyttes av aksjonærene før lånet er nedskrevet i sin helhet. Dette vil etter NHOs mening være en mer rasjonell utnyttelse av midlene i forhold til en klattvis utdeling til forskjellig formål. NHO mener også at verken aksjelov eller regnskapslov bør være til hinder for en slik ordning. Med

en så lang bindingstid for overføring av midlene til børsen, mener NHO at dette ikke vil ha noen vesentlig kursdrivende effekt på aksjene.»

Rederiforbundet gir uttrykk for lignende synspunkter. *Den norske Bankforening* foreslår ingen endringer i lovforslaget, men ber om at departementet innenfor gjeldende forslag tar hensyn til at omdanning til ASA skjer på en måte som fremmer utviklingen av den norske markedsplassen. Bankforeningen uttaler:

«Omdanning til ASA bør etter vårt syn skje på en måte som fremmer utviklingen av den norske markedsplassen. Om man ikke vil gjøre dette på de måter som ble benyttet i Danmark eller Sverige, kan vi antyde et par andre muligheter som det bør kunne oppnås alminnelig oppslutning om. Dersom man selger børsen til en verdi som ligger i nærheten av det utvalget antyder (160 mill. kroner), bør bare en del av dette benyttes til de formål utvalget nevner, og som er gjengitt ovenfor. Forørig bør formuen kunne benyttes til infrastrukturiltak som generelt er til fordel for det norske markedet. Det kan være tale om utviklingsprosjekter som kommer hele markedet til gode, og som det vil være vanskelig for børsen å påta seg i en situasjon der utenlandske konkurrenter gjør sitt inntog på det norske markedet.

Alternativt kan omdannelse og salg til børsens brukere, som foreslått av utvalget, kombineres med en emisjon rettet mot de samme grupper. Dermed vil den nye børsen ved omdannelsen og salget få tilført frisk kapital som setter den i stand til å iverksette investeringer som anses som nødvendige i den nye situasjonen. For å lykkes må prisen på den eksisterende børsen ventelig settes noe lavere når det kobles med en nyemisjon enn om man bare skulle foreta et rent salg. Dette kan likevel være hensiktsmessig om man ønsker å kombinere en styrking av børsens økonomiske stilling med etablering av en stabil aksjonærkrets, som tidligere nevnt.»

Oslo Børs understreker i sitt brev av 18. januar 2000 til Finansdepartementet at en mener at eksisterende børs oppsparte kapital, eller hvertfall deler av den, bør føres videre som et bundet fond i den eventuelt omdannede børs. Børsen mener dette er nødvendig for å gi den nødvendige soliditet og fundament i den internasjonale konkurransen. Børsen uttaler blant annet:

«Børsdrift i en konkurranseutsatt posisjon kan forventes å bli mer kapitalintensiv enn tidligere da børser har vært mer nasjonalt orientert med primært nasjonale brukergrupper. Oppkobling til fjernmedlemmer og oppbygging av internasjonalt nettverk krever betydelig og hyppige investeringer i handelsteknisk infrastruktur. Effektiv tilgang og høy sikkerhet på markedsplassen blir viktige konkurranseelementer. Det er i tillegg oppgaver og funksjoner utover teknikk som vil kreve økte investeringer ettersom markedsplassen blir mer internasjonal og kundene mer profesjonelle. Oppbygging av kunnskap og kompetanse om verdipapirmarkedet blir avgjørende for å kunne tilby konkurranse-dyktige produkter og tjenester. Kommunikasjon og markedsføring som sikrer den norske markedsplassen og verdipapirer synlighet internasjonalt vil også innebære økte kostnader. I tillegg vil det at børsens økonomiske fundament er solid i seg selv bidra til å gi institusjonen tyngde og tillit.»

Børsen viser videre til at formuen består i børsen med den modell utvalget foreslår, men at denne modellen innebærer at aksjene initielt vil måtte selges til høy pris; en investering som eierne raskt vil ønske avkastning av. Dette vil kunne redusere kretsen av interesserte eiere og legge et press på kapitalen tidlig etter omdannelse. Dette er etter børsens mening forhold som reduserer sikkerheten for at omdannelsen skjer på en måte som ikke truer børsens integritet, stabilitet, økonomiske fundament og tillit i en overgangsperiode. Børsen viser videre til at den ikke er kjent med at den danske modellen har skapt problemer i Danmark og at det også i Sverige ble valgt en modell hvor Stockholms Fondsbørs AB kun betalte et symbolsk vederlag for å videreføre børsens eiendeler og rettigheter. Endelig vises det til høringsuttalelsene fra NHO og Bankforeningen.

Sparebankforeningen og Fondsmeglerforbundet støtter flertallets forslag om hvem som skal være børsens initiale eiere. Fondsmeglerforbundet uttaler blant annet:

«Dersom Oslo Børs frembys til salg på en offentlig auksjon slik mindretallet forslår vil Oslo Børs lett kunne kjøpes opp av finansielle investorer og/eller av eiergrupperinger bak andre konkurrerende børser. Denne type eiere vil sannsynligvis ha andre motiver for sitt eierskap enn børsmedlemmer og utstedere. Det vises i denne forbindelse til tilsvarende situasjoner i våre naboland. Ved omdanningen til aksjeselskapsformen for Stockholms Fondbörs, Helsinki Fondbörs og Københavns Fondsbørs ble det lagt stor vekt på å sikre en eiersammensetning med forankring i nettverket rundt børsene og vi antar at Oslo Børs vil ha tilsvarende behov som de nevnte børser i en overgangsperiode.»

Næringslivets Hovedorganisasjon og Rederiforbundet slutter seg til flertallets forslag når det gjelder fordeling av initialaksjer, men er ikke enig i utvalgets forslag om at initialaksjene skal være bundet i en periode foreslått til to år. Næringslivets Hovedorganisasjon uttaler:

«Ut i fra de tildelingskriterier som man kan regne med blir lagt til grunn for initialaksjene, innebærer dette at børsen får en rekke småaksjonærer jfr. om dette nedenfor. NHO utelukker derfor ikke at det kan oppstå situasjoner hvor børsen har behov for noen større aksjonærer som kan ta ansvar. NHO mener at det derfor kan være nødvendig for å styrke aksjonærstrukturen med å tillate børsen å ha større aksjonærer som kan ta ansvar i denne overgangsperioden. En bindingstid på aksjene vil kunne være til hinder for en slik nødvendig omstrukturering av eierposisjonen. Som det er nevnt ovenfor, mener NHO det er store muligheter for at børsen vil trenge ytterligere kapital etter omorganiseringen. Dette vil mest nærliggende måtte skje via emisjon. Det vil være uheldig om man skal være forhindret fra å fastsette en markedsmessig emisjonskurs hvis initialaksjene ikke kan avhendes innen en angitt frist. Ved at man ikke kan fastsette markedsprisen gjennom salg av initialaksjer, vil dette kunne innebære at man får en feilaktig kursfastsettelse ved en emisjon, noe som på urimelig måte kan forrykke posisjonen mellom initialaksjonærer og aksjonærer som deltar i en emisjon. NHO er derfor ikke enig i børslovutvalgets argument om at fravær av bindingstid på initialaksjene vil kunne rykke ved børsens stabilitet i en overgangsperiode. NHO mener deriomot at en slik bindingstid kan medføre det motsatte resultatet av det børslovutvalget anfører. NHO kan heller ikke slutte seg til børslovutvalgets argumen-

ter om at initialaksjonærene blir tilført noen merverdier av betydning, og at dette også skal være argument for å båndlegge initialaksjene. Hvis det likevel skulle bli foreslått en bindingstid, mener NHO at denne ikke skal gjelde for omsetning av initialaksjer innen gruppen av initialaksjonærer.

(...)

Hvis det skulle innføres en bindingstid bør denne under enhver omstendighet være kortere enn det som børslovutvalget foreslår.»

Næringslivets Hovedorganisasjon mener at aksjen vanskelig vil være noen egnet spekulasjonsaksje etter tildelingen og at det derfor ikke foreligger noe reelt grunnlag for noen bindingstid av denne grunn heller.

Den norske Bankforening mener at ønsket om i en periode å stabilisere eierstrukturen initialt i forbindelse med en omdanning ikke bør være til hinder for at det kan skje en annenhåndsomsetning mellom de initiale eierne. Bankforeningen viser til at en aksjonærstruktur med kun små eierposter ikke kan forventes å gi noen stabilitet, men at omsetning mellom de initiale eierne vil gjøre det mulig å etablere strategiske eierinteresser.

Norges Bank, Aksjesparerforeningen i Norge og Verdipapirfondenes Forening støtter utvalgets mindretall i spørsmålet om hvem som skal være børsens initiale eiere. Norges Bank uttaler:

«En avhending som skissert av utvalgets mindretall, gjør at en slipper å ta stilling til verdien av børsens «goodwill» og de merverdier som er avleiret ved dagens børs. En «goodwill» er opparbeidet gjennom mange år. Den har sammenheng med den almenne verdiskapning, børsens rolle i samfunnet og samarbeidet med myndigheter. Norges Bank slutter seg til utvalgets betraktning om at merverdiene i første omgang er betaling for tjenester børsen har utført. De som har betalt, har imidlertid kunnet velte kostnadene over på samfunnet, og betydelige bidrag til å skape den nødvendige tillit er ytt gjennom bidrag fra offentlige myndigheter. Derfor er det ikke riktig at de opparbeidede verdier tilfaller dagens deltakere.

Det kan også diskuteres om det er børsens nåværende brukere (utstedere, meglerforetak, investorer og myndigheter) som vil være de beste eierne for fremtiden, eller om det er viktigere å finne de aktører som har størst betalingsvillighet, da disse presumptivt antas å ha de beste ideene for videreutvikling av børsen, gitt at de søker størst mulig avkastning på sin investering. Dette løser også problematikken i forhold til hvem som skal få tilbud om eierskap ved at dette overlates til markedet.

Norges Bank mener i likhet med mindretallet at det initiale salget av aksjer bør foregå i en åpen auksjon, slik at alle som ønsker det, gis mulighet til å by på børsens aksjer. Verdiene børsen representerer, er bygget opp av et stort antall aktører, og andre salgsteknikker/ fordelinger enn auksjon vil innebære verdioverføringer fra fellesskapet til enkelte aktører. Et slikt prinsipp reduserer også behovet for bindingstid etter det initiale salget er slutført, da det ikke vil oppstå en umiddelbar gevinst fordi aksjene er omsatt til markedsbetingelser. Det må tvert imot påregnes at flertallet av de høystbydende investorene vil ha anskaffet aksjen i strategisk sammenheng for å utvikle børsen. Før auksjonen må det utarbeides prospekt etter loven hvor bl a eventuelle statlige styrerepresentanter, eierbegrensninger og lignende fremkommer. Før auksjonen bør også alt være klart for omdannelse til ASA og notering på Oslo Børs.»

Kredittilsynet støtter også utvalgets mindretall i forslaget om at aksjene i det nystiftede selskapet skal selges til enhver som er interessert. Kredittilsynet mener hensynet til korrekt prising av aksjene tilsier at salget skjer gjennom en offentlig emisjon i markedet uten forhåndsbindinger, noe som i følge Kredittilsynet vil innebære at den potensielle investormassen vil være betydelig større. En vil ved å følge mindretallets forslag i følge Kredittilsynet også unngå avgrensingsproblematikk i forhold til hvem som skal anses som «brukere» av børsen. Kredittilsynet bemerker videre:

«Kredittilsynet vil i tillegg bemerke at de foreslåtte krav om eierbegrensingsregler og bindingstid antas å medføre at emisjonen primært vil tiltrekke seg strategiske investorer. For å få den tilstrekkelige virkning, bør derfor bindingstiden ikke være for kort.

Kredittilsynet vil ikke utelukke at spesielle hensyn kan tilsi at en mindre del av det nystiftede selskapets aksjer forbeholdes særskilte grupper investorer. Dette kan i så fall gjennomføres ved en rettet emisjon for denne mindre delen samtidig som hovedtyngden av aksjene markedsføres ved offentlig emisjon. Kredittilsynet vil påpeke at også for denne delen av emisjonen bør salget skje til markedspris.»

Oslo Børs uttaler:

«Det er viktig at spredningssalget i praksis gjennomføres slik at Oslo Børs får en balansert og hensiktsmessig eierstruktur. Enkelte av børsens «brukere» vil på bakgrunn av fremgangsmåten som er beskrevet, få eierposisjon som børsmedlemmer og som utstedere av børsnoterte finansielle instrumenter. Dette kan føre til at bestemte interessegrupper kan få bestemmende innflytelse over børsen, slik man f. eks. har sett i Danmark, hvor bankene har fått en betydelig innflytelse. For øvrig kan det stilles spørsmål ved om prinsippet om at børsens brukere skal være de initielle eierne av børsen, blir tilstrekkelig ivaretatt ved at aksjene skal selges til børsens medlemmer og utstedere av børsnoterte aksjer og obligasjoner. Det kan hevdes at en fordeling blant hvem som er slike aktører på et nærmere angitt tidspunkt eller i en nærmere angitt periode, vil kunne føre til tilfeldige resultater.

Etter gjeldende børslov § 5-1 er de avgifter som er betalt av utstedere av verdipapirer som er notert på børsen og av børsmedlemmer ment å dekke utgifter knyttet til en forsvarlig drift av børsen. Utgiftene skal så langt det er mulig fordeles i forhold til kostnadene børsen har for de enkelte brukergrupper. I den grad det har skjedd oppbygging av reserver, har dette i hovedsak vært sett i sammenheng med planlagte investeringer som for eksempel nytt handelssystem for egenkapitalinstrumenter. På en slik bakgrunn kan det være vanskelig å begrunne noen fortrinnsrett for visse grupper aktører og eventuelt fordelinger av slike fordeler mellom de forskjellige grupper av aktører.

Oslo Børs vil fremheve at det er av sentral betydning at investorernes interesser knyttet til børsvirksomhet blir ivaretatt på behørig måte. Denne interessen kan mest hensiktsmessig ivaretas ved at en andel av aksjene i det initielle salget legges ut i det åpne markedet. Slik lovtæksten er utformet, synes det ikke foreligge behov for endringer for å gi investorene en slik mulighet.

I hvilken grad børsens ansatte skal få delta i det initielle salget eller eventuelt senere gis anledning til å eie aksjer, det bør overlates til styret i selskapet å ta stilling til.»

Landsorganisasjonen i Norge er sterkt imot forslaget om å organisere Oslo Børs som allmennaksjeselskap, men uttaler at «hvis det mot all formodning vinner fram, må aksjene legges ut for åpent salg og ikke i første omgang forbeholdes børsmedlemmene og gi disse økonomiske fordeler foran allmennheten».

12.4 Departementets vurdering

Departementet har i kapittel 6 begrunnet forslaget om at allmennaksjeselskap skal være eneste tillatte organisasjonsform for børser. Som det er redegjort for i kapittel 6 vil en omdanning til allmennaksjeselskap legge til rette for å få inn eiere som kan bidra med kapital til børsen. De nye eierne vil blant annet måtte vurdere det videre kapitalbehovet, og fordelingen av dette mellom gjeld og egenkapital.

Børsen er en viktig del av infrastrukturen i verdipapirmarkedet. Departementet slutter seg til utvalgets uttalelse om at det er viktig at en omdannelse gjennomføres slik at tilliten til børsen ikke blir truet. Departementet legger, som utvalget også har fremhevet som et viktig hensyn, stor vekt på at det velges en fremgangsmåte for omdanning som ikke innebærer vederlagsfrie overføringer til særlige grupper eller enkeltinstitusjoner. Når det gjelder børsens brukere er departementet enig med utvalget i at de gjennom årene innbetalte avgifter, som antas å ha utgjort et vesentlig bidrag til børsens formue, må anses som betaling for leverte tjenester, og at det således ikke fra brukernes side foreligger noe krav på tilbakebetaling.

Oslo Børs har i sitt brev av 18. januar 2000 til departementet anbefalt at børsens oppsparte kapital, eller i alle fall deler av denne, bør føres videre som et bundet fond i den omdannede børs.

Utvalget har vurdert ulike omdanningsmodeller. Et mulig alternativ er en modell hvor verdier tilsvarende nettoaktiva blir bundet som en fondsreserve i aksjeselskapet og aksjene i selskapet blir utstedt gjennom nyemisjon. Dette tilsvarende den modellen som ble valgt ved omdannelsen av den danske børsen. Utvalget har ikke funnet å ville anbefale denne modellen. Utvalget har som nevnt påpekt at en slik løsning ville innebære en overføring av verdier til de nye aksjonærene. Departementet er enig i dette, og mener dette er et sterkt argument mot en slik løsning. Departementet antar videre at en slik løsning ville kunne føre til at Oslo Børs ville få et uheldig konkurransefortrinn i forhold til andre børser og autoriserte markedsplasser som eventuelt etableres.

Næringslivets Hovedorganisasjon og Rederiforbundet har i sine høringsuttalelser tatt til orde for en løsning tilsvarende den som ble valgt i Danmark, men slik at salgsprovenyet for aksjene tilføres det nystiftede aksjeselskapet som ansvarlig lånekapital, som så skal kunne avskrives eller overføres til børsens egenkapital over en 10-20 års periode, og slik at egenkapitalen ikke skal kunne utnyttes av aksjonærene før lånet er nedskrevet i sin helhet. Departementet mener at de samme hensyn som er nevnt ovenfor som taler mot å foreta omdanningen etter modellen som ble valgt i Danmark, taler mot forslaget fra Næringslivets Hovedorganisasjon og Rederiforbundet.

Departementet foreslår etter dette i tråd med utvalgets forslag at omdannelsen gjennomføres ved at den nåværende børs stifter et allmennaksjeselskap og overfører eiendeler og forpliktelser til selskapet. Det nystiftede sel-

skapet skal videreføre børsens virksomhet, mens den selveiende institusjonen i utgangspunktet skal eie samtlige aksjer i selskapet. Aksjene forutsettes videregitt i sammenheng med stiftelsen av allmennaksjeselskapet. Departementet viser til at børsens aktiva vil bestå i børsen etter omdannelsen til aksjeselskap. I den grad børsen i forbindelse med omdanningen har behov for ytterligere kapital vil den som påpekt av utvalget og Den norske Bankforening i deres høringsuttalelse, kunne dekke dette ved låneopptak eller emisjon av aksjer.

Et aksjesalg reiser spørsmål om det skal stilles begrensninger på hvem som skal kunne kjøpe aksjer i første omgang, eventuelt kombinert med en bindingstid for de initielle eierne. Departementet slutter seg til det samlede utvalgets vektlegging av at børsens første eiere bør gi en hensiktsmessig eierstruktur bestående av strategiske eiere som kan bidra til å bevare børsens tillit i en overgangsfase, samt stabilitet og integrasjon i den nasjonale infrastruktur. Departementet er imidlertid ikke enig i at dette formål best kan oppnås ved å forbeholde første gangs salg av aksjene til utstedere og børsmedlemmer slik flertallet foreslår.

Etter departementets syn kan flertallets forslag blant annet medføre at enkelte grupper gis tilfeldige og urimelige fordeler på bekostning av et større fellesskap. Ved å begrense tilbydergruppen som foreslått er det dessuten grunn til å tro at prisen som kan oppnås for aksjene kan bli lavere enn om aksjene ville vært gjenstand for et fritt salg. Den merverdien som i tilfelle ikke gjenspeiles i aksjekursen vil tilfalle de initielle eierne. Dette er verdier som er bygget opp gjennom en vesentlig lengre periode enn de siste fem år, noe som taler for at det ikke er særlige grunner for at de skal tilfalle den foreslåtte gruppe av medlemmer og utstedere. Det vises for så vidt til begrunnelsen fra utvalgets mindretall.

Etter departementets syn må det kunne antas at de beste eierne for fremtiden må forventes å være de samme som er villige til å by mest for aksjene ved salget. Disse vil ha størst interesse av at det utvikles en effektiv og velfungerende børs. Et åpent salg innebærer heller ikke at eksisterende brukergrupper vil være forhindret fra å komme inn på eiersiden.

Endelig vil en løsning med et åpent salg innebære at det ikke er nødvendig å ta stilling til en rekke spørsmål med hensyn til den innbyrdes fordelingen mellom brukergruppene. Det vises her til Oslo Børs' høringsuttalelse hvor det blant annet anføres at en fordeling blant dem som er slike aktører på et nærmere angitt tidspunkt eller i en nærmere angitt periode vil kunne føre til tilfeldige resultater. Det vil heller ikke være samme behov for bindingstid for de første aksjeeiere, i det prisen må antas å reflektere den reelle verdi av aksjen.

Departementet foreslår på denne bakgrunn at det ikke fastsettes begrensninger med hensyn til hvem som kan kjøpe aksjer ved første gangs salg. Departementet finner det da heller ikke naturlig å foreslå noen bindingstid for de første aksjonærenes aksjeeie. Departementet forutsetter som utvalget at det anvendes profesjonelle rådgivere i forbindelse med salget, blant annet for å få en riktig prisfastsettelse, men foreslår ikke nærmere regler om dette i loven. Nærmere regler om salget kan eventuelt gis i medhold av den foreslåtte forskriftshjemmelen i § 10-2 fjerde ledd.

Utvalget har foreslått at salgsprovenyet legges i en stiftelse med formål knyttet til fremme av et velfungerende norsk marked for finansielle instrumenter. Utvalget peker på at det er usikkert hvilket beløp salgsprovenyet vil utgjøre, men at det vil kunne forventes å utgjøre et betydelig beløp. Utvalget viser til at børsens bokførte egenkapital ved utgangen av 1997 var 160 millioner kroner. Etter departementets vurdering vil overføring av salgsprovenyet etter salg av aksjene i børsen til statskassen være et mer hensiktsmessig alternativ enn utvalgets forslag om å overføre provenyet til en stiftelse. Det vises til at en slik stiftelse vil kreve en administrasjon og at det vil være kostnader ved drift av stiftelsen, som vil kunne påløpe i en periode på 10-20 år. Departementet antar også at det vil kunne være krevende å finne et klart mål for stiftelsen som kan sikre en effektiv bruk av midlene. De samme hensyn taler etter departementets syn mot forslaget fra Bankforeningen om å bruke deler av formuen til generelle infrastrukturtiltak til fordel for det norske markedet.

Utvalget har ment at overføring av vederlaget for aksjene til statskassen vil reise spørsmål i forhold til bestemmelsen i grunnloven § 105. Departementet har tatt dette spørsmålet opp med Justisdepartementets Lovavdeling. I Lovavdelingens brev av 7. april 2000 til departementet konkluderes det slik:

«Konklusjonen blir etter dette at Oslo Børs er en institusjon som under enhver omstendighet kun nyter et beskjedent vern etter Grunnloven § 105. Lovavdelingen antar derfor at en omdanning som skissert ovenfor, ikke vil komme i strid med Grunnloven § 105.»

Departementet slutter seg etter dette til utvalgets forslag når det gjelder omdanning av Oslo Børs til allmennaksjeselskap, men slik at vederlaget for aksjene skal overføres til statskassen. Det vises til lovforslaget § 10-2.

Utvalget har forutsatt at omdannelsen skal kunne foretas uten at denne i seg selv utløser skatteplikt. En omdanning som skissert av utvalget synes i det vesentlige å kunne skje uten at det utløses skatt på Oslo Børs» hånd. Den eventuelt aktuelle beskatning vil etter departementets vurdering kun knytte seg til eventuell gevinst ved overføring av børsens faste eiendom til det nystiftede allmennaksjeselskapet.

13 Markeds plass for varederivater

13.1 Innledning

Som nevnt i punkt 2.2 har Varederivatutvalget utredet spørsmål om regulering av varederivater. Det vises til omtale av Varederivatutvalgets oppnevning og mandat i punkt 2.2 foran.

Varederivatutvalget skriver blant annet følgende i beskrivelsen av varederivater (NOU 1999:29 side 16):

«All økonomisk virksomhet innebærer risiko i en eller annen form. I tidlige jordbrukssamfunn representerte tilgang på vann og fare for flom en risiko, og det ble bygd vanningsanlegg og flomvoller for å redusere risikoen. I avanserte industrisamfunn starter for eksempel ikke verksteder store byggeprosjekter som fly og båter før produktene er solgt. For andre varer er det sikkert at markedet der varene kan omsettes er i funksjon, men det er usikkert hvilken pris som vil gjelde. Slik er oljemarkedet i dag, og slik har markeder for jordbruksprodukter vært i flere hundre år. I noen land og for noen produkter er denne usikkerheten eliminert for den enkelte produsent gjennom kollektive ordninger som har offentlig deltakelse og/ eller garanti (som jordbruksavtalen i Norge).

Det finnes en rekke andre eksempler på at markedets ulike aktører har funnet fram til ordninger som kan bidra til prissikring uten medvirkning fra det offentlige. En slik ordning er å etablere markeder for varer som fysisk skal leveres og betales på et framtidig tidspunkt. Der vil leverandører kunne selge varen som er planlagt produsert, til en pris leverandøren har sikkerhet for. Samtidig vil kjøpere kunne sikre seg varer til denne prisen. Slike markeder for varer som skal leveres og betales fram i tid kalles derivatmarkeder, og det første av slike markeder i moderne tid var markedet for landbruksprodukter. I disse markedene kunne salgsorganisasjoner for jordbruket og kornbøndene selge ulike slag korn for framtidig levering til næringsmiddelindustrien som var i sin tidlige fase. Disse derivatmarkedene oppsto omkring 1850 og mange grunnleggende trekk ved slike markeder er de samme som de var ved starten. Det er imidlertid også mange nye utviklingstrekk.

Blant de forhold som har ligget fast er at derivatmarkedene forutsetter et marked for den underliggende varen. Det betyr blant annet at leveringstid, leveringssted og kvalitet må være definert. Det er prisen i det underliggende varemarkedet brukerne får en sikkerhet for ved å bruke derivater.

En endring som har skjedd siden de første varederivatmarkedene ble etablert, er at mange derivatmarkeder i dag aksepterer, eller til og med forutsetter finansielt oppgjør. Ved finansielt oppgjør bytter partene differansen mellom spotpris og innløsningspris på bortfallsdagen, istedenfor å bytte varer mot betaling. Et slikt oppgjør er også avhengig av at markedet for den aktuelle varen fungerer regelmessig, fordi ellers kan ikke partene stole på at spotprisen reflekterer den virkelige verdi på bortfallstidspunktet. Andre endringer gjelder typer kontrakter som inngås, ulike sikringsmekanismer som er gjennomført for å sikre

den framtidige levering og teknikker som er innført for å rydde opp i kontraktsforholdene mellom aktørene i derivatmarkedene.»

Varederivatutvalget har samlet noen sentrale definisjoner på side 18-19 i NOU 1999:29:

«Et derivat er en avtale om en handel på et framtidig tidspunkt til en pris som fastsettes på avtaletidspunktet. Det som skal omsettes kalles derivatets underliggende aktivum eller bareunderliggende. Det underliggende aktivum for varederivater er varer og tjenester, i motsetning til finansielle derivater som har finansielle instrumenter eller valuta som underliggende aktivum. Verdien på derivatet har nær sammenheng med prisen på det aktuelle underliggende. Derfor kalles det derivat som betyr avledning på latin.»

(...)

Utvalget vil i denne utredningen bruke begrepet «vare» i vid forstand. Det vil strekke seg fra fysiske produkter som olje og metaller, via kraft, til tjenester som frakt.

(...)

Derivater på finansielle instrumenter, som rente- og aksjederivater er i verdipapirhandelloven definert som finansielle derivater og holdes utenfor varederivatbegrepet. Valuta er i seg sjøl et finansielt instrument, men er i denne sammenheng å betrakte som en vare. Likevel er valutaderivater definert som finansielle instrumenter i verdipapirhandelloven og holdes utenfor varederivatbegrepet. I noen land, som USA, inneholder den juridiske definisjonen av varer også finansaktiva som derivater på aksjeindekser.

(...)

Skillet mellom kontanthandel og terminhandel varierer fra marked til marked og fra vare til vare. For finansielle instrumenter som aksjer handlet over norsk børs, er levering og betaling i løpet av fire dager (T + 3) etter at handelen er sluttet definert som kontanthandel. Oppgjør utover fire dager anses som terminhandel. I kraftmarkedet defineres handel med kraft for levering det påfølgende døgnet som kontanthandel, mens levering utover dette tidsrommet anses som terminhandel. Markeder der en vare kjøpes og selges kontant kalles spotmarked og prisen for spotpris ellerflytende pris.

De grunnleggende kontraktsformene er terminer og opsjoner. I en terminavtale har både kjøper og selger rett og plikt til å gjennomføre den framtidige transaksjonen. Det er med andre ord symmetri i avtaleforpliktelsene mellom kjøper og selger. Terminer deles inn i forwardkontrakter og futurekontrakter.

(...)

Innehaveren av en opsjon har en rett, men ikke en plikt til å kreve avtalen innfridd. Utstederen har en plikt til å innfri opsjonen. Innehaveren betaler et beløp, en opsjonspremie, til utstederen når opsjonen inngås.»

13.2 Gjeldende rett

Det finnes i Norge ingen særskilt regulering for handel med varederivater. Varederivater faller utenfor definisjonen av finansielle instrumenter i verdipapirhandelloven § 1-2 andre ledd, jf. blant annet NOU 1996:2 på side 203. Verdipapirhandelloven er på dette punkt på linje med ISD. Dette innebærer at verdipapirhandellovens regler ikke kommer til anvendelse på handel med og tje-

nester knyttet til varederivater. Heller ikke for mellommannsvirksomhet, markeds plass eller clearing og oppgjør finnes generelle regler for handel med varederivater. Det er heller ikke etablert noe særskilt tilsyn for slike virksomheter.

Omsetning av varer i det norske spotmarkedet er normalt ikke underlagt særregulering, men underlagt vanlige regler som gjelder for handel som blant annet avtaleloven, kjøpsloven og konkurranseloven.

Handel med fysisk kraft i Norge er imidlertid regulert av energiloven av 29. juni 1990 nr. 50. For andre viktige produkter der norske aktører deltar i varederivatmarkedene, som korn, metaller og olje finnes det ingen særregulering av spotmarkedet.

Energiloven § 4-1 fastsetter at ingen andre enn staten kan stå for omsetning av elektrisk energi med fysisk levering uten konsesjon. Dette er i forskrift av 7. desember 1990 nr. 956 om produksjon, omforming, overføring og fordeling av energi § 4-2 nærmere presisert å gjelde levering av elektrisk energi. Det er det samme regelverk som gjelder for både meglere og handlere så lenge de påtar seg juridiske/økonomiske forpliktelser i forbindelse med kraftomsetning. Energiloven § 4-1 og forskriften av 7. desember 1996 pålegger også omsetningskonsesjon for å omsette elektrisk energi. Dette utfylles av kapittel 4 i forskriften til loven hvor § 4-4 lister opp en rekke vilkår som kan stilles, herunder krav om informasjonsplikt overfor myndighetene og krav om regnskapsrapportering til Norges vassdrags- og energidirektorat.

Nord Pool ASA (Nord Pool) har omsetningskonsesjon fra Norges vassdrags- og energidirektorat til å organisere markeder for fysisk krafthandel og forestå avregning og oppgjør. Nord Pool organiserer i dag et fysisk spotmarked (Elspot), og har utarbeidet et detaljert avtale- og regelverk for de aktørene som handler i dette markedet. Nord Pool organiserer også et finansielt marked for kraftderivater (Eltermin) som ikke er regulert. Det er utarbeidet et eget avtaleverk for aktørene på det finansielle markedet, og reglene i dette avtaleverket har sterke paralleller til derivatregelverket for derivater som omsettes på Oslo Børs, men er gitt tillempinger som er tilpasset kraftsektoren. Meglere som ønsker å handle kraftderivater hos Nord Pool, inngår samme aktøravtale med tilhørende regelverk som andre aktører på Nord Pool som for eksempel produsenter, distributører og konsumenter. Meglere som formidler avtaler uavhengig av Nord Pool har varierende praksis for hvordan de inngår avtaler og krever sikkerhet fra kunder.

Nord Pool er underlagt tilsyn fra Norges vassdrags og energidirektorat i henhold til energiloven. Tilsynet gjelder først og fremst Nord Pools virksomhet knyttet til organisering av marked for fysisk kraft, men i henhold til omsetningskonsesjonen stiller denne implisitt også krav til Nord Pools øvrige virksomhet, herunder virksomheten som markeds plass for varederivater med kraft som underliggende vare, ved at Nord Pool også må ha godkjennelse fra Norges vassdrags- og energidirektorat til denne virksomheten. Således er også denne delen av virksomheten underlagt et visst tilsyn fra Norges vassdrags- og energidirektorat.

Utenom Nord Pool handles kraft og kraftderivater i otc-markedet. Avtalene inngås da mellom partene. Dette kan være individuelt utformede avtaler mellom partene, eller standardavtaler.

I Norge finnes det ikke organiserte markedsplasser for andre råvarederivater enn kraftderivater.

13.3 Utenlandsk rett

13.3.1 EØS-rett

Hvilke finansielle instrumenter som omfattes av ISD er fastsatt i vedlegg B til direktivet. Denne listen er utgangspunktet for definisjonen av finansielle instrumenter i verdipapirhandelloven § 1-2 andre ledd. Varederivater faller utenfor definisjonen av finansielt instrumenter, jf. også ISD art. 2 nr. 2 bokstav i). Markedet for varederivater synes likevel å være regulert som andre finansielle markeder i mange europeiske land. I regi av IOSCO har Storbritannia og Nederland tatt initiativ til å utferdige en rapport for vurdering av om ISD skal foreslås endret slik at varederivater også omfattes av direktivet. Bakgrunnen for dette er blant annet at det skal ha forekommet noen uheldige episoder i dette markedet som kan søkes avverget gjennom en regulering på linje med derivater ellers.

Rdir. 93/6/EØF om investeringsforetak og kredittinstitusjoners kapitaldekningsgrad (kapitaldekningsdirektivet) fastsetter felles regler for minimumskrav til startkapital og ansvarlig kapital for verdipapirforetak, i henhold til den risiko foretakene er eksponert for. Direktivet skal blant annet sikre at markedsrisikoen forbundet med kredittinstitusjoners og verdipapirforetaks posisjoner i finansielle instrumenter motsvares av betryggende egenkapital og annen ansvarlig kapital. I endringsdirektiv (Rdir. 98/31/EØF CAD II) til kapitaldekningsdirektivet er direktivets virkeområde utvidet til også å omfatte krav om kapitaldekning for markedsrisiko for posisjoner som institusjoner som ellers omfattes av ISD og bankdirektivene tar i råvarer eller råvarebaserte derivater. Bakgrunnen for endringsdirektivet er blant annet basert på anbefalinger av Basel-komiteen. Basel-komiteens anbefalinger oppfattes som retningsgivende internasjonalt. EU anser det derfor som viktig å følge disse anbefalingene.

13.3.2 Andre land

I Danmark er varederivater regulert som finansielt instrument i lov om verdipapirhandel § 2 stk. 1 nr. 9. Bestemmelsen omfatter alle varederivatkontrakter med finansielt oppgjør. Om en kontrakt det kan foretas fysisk levering etter omfattes av loven, beror på om kontrakten reelt anses som en ren leveransekontrakt eller en finansiell kontrakt.

Tilsvarende er varederivater i Sverige regulert som finansielle instrumenter i lov om handel med finansielle instrumenter. Også her vil alle kontrakter med finansielt oppgjør falle inn under loven, mens det for kontrakter med fysisk levering vil være et spørsmål om det i realiteten foreligger en finansiell kontrakt eller en leveransekontrakt.

Handel og annen tjenesteyting i varederivater som betraktes som finansielle instrumenter, er underlagt de respektive lands finansielle tilsynsmyndigheter.

I Finland faller varederivater inn under loven om standardiserte opsjoner og terminer som omfatter derivater handlet over børs. Markedet for otc-deri-

vater er ikke underlagt noen særskilt regulering, heller ikke når det gjelder finansielle derivater.

13.4 Varederivatutvalgets forslag

13.4.1 Behovet for regulering av marked og markedsplasser for varederivater

Varederivatutvalget peker på at marked for varederivater kan være nyttig til omfordeling (kjøp eller salg) av risiko slik at samfunnets totale kostnad ved risikobæring reduseres. Videre har opprettelsen av varebørser for omsetting av varederivater og standardisering av varederivatene ifølge Varederivatutvalget ført til lavere transaksjonskostnader. Med et annenhåndsmarked i tillegg til førstehåndsmarkedet har aktører i varemarkedet dessuten i følge utvalget mindre risiko ved å inngå derivatkontrakter og de kan bruke annenhåndsmarkedet til å endre sin risikoeksponering etter behov. I følge varederivatutvalget er det således grunn til å anta at høy aktivitet i annenhåndsmarkedet reduserer likviditetspremien.

Varederivatutvalget uttaler videre om marked for varederivater (NOU 1999:29 side 51):

«Varederivatene vokste fram som et svar på aktørenes behov for bedre kontroll med markedsrisikoen. Med overgangen fra kontanthandel til derivathandel ble markedsrisikoen erstattet med en kredittrisiko på motpartene. For å redusere kredittrisikoen har det vokst fram et clearingssystem med en sentral motpart i varederivathandelen.

Varederivatenes oppdeling i andeler som omsettes i et annenhåndsmarked, har mange likhetstrekk med markedene for finansielle instrumenter. I aksje- og rentemarkedet er det en tilsvarende oppdeling i standardiserte andeler og omsetning av disse i et annenhåndsmarked. Disse forholdene er nærmere belyst i verdipapirhandellovutvalgets innstilling.»

I kapittel 5.2, 5.3 og 5.4 i NOU 1999:29 drøfter Varederivatutvalget behovet for regulering av varederivater. Utvalget viser til at for å oppnå maksimal samfunnsmessig økonomisk gevinst, kan det være behov for regulering med sikte på å sikre effektiviteten i markedet. Utvalget uttaler (NOU 1999:29 side 52):

«Drøftingen i punkt 5.2.1 viser at det kan være behov for regulering for å sikre effektiviteten i markedet. Effektiviteten er avhengig av tilstrekkelig konkurranse, og det kan være behov for å forhindre at aktører utnytter markedsrett. Privat og eksklusiv informasjon har verdi, og verdien forringes eller forsvinner ved offentliggjøring. Det kan gi aktører et insentiv til å holde privat informasjon for seg sjøl. Det å sikre at informasjon blir offentliggjort kan være et reguleringsmotiv. Drøftingen av hvilke aktører eller funksjoner som eventuelt skal reguleres kommer i avsnitt 5.4.»

Varederivatutvalget viser også til at det kan være behov for regulering for å sikre tilliten til markedet fordi tillit er nødvendig for at markedet skal fungere effektivt.

Når det gjelder behovet for å regulere virksomheten på *markedsplasser* for varederivater, uttaler Varederivatutvalget blant annet det kan være behov for å sikre at virksomheten til og på markedsplassen er regulert for å oppnå gjen-

nomsiktighet i handelen. Utvalget uttaler i denne forbindelse (NOU 1999:29 side 56):

«I punktene 5.2.1.2 og 5.2.2.1 vises det til betydningen av informasjon for at markedet skal fungere effektivt og ha den nødvendige tillit. Gjennomsiktighet i markedet bidrar til å sikre at alle aktører kan få tilgang til informasjon. Et marked har større gjennomsiktighet i handelen jo mer fullstendig og rask informasjon om kjøps- og salgspriser, omsetning, ordrebilde og ordredybde aktørene har tilgang til. En investor som slutter en handel vil ikke sjøl ha insentiv til å offentliggjøre denne type informasjon, og det er derfor ikke grunn til å anta at slik informasjon vil bli systematisk offentliggjort uten former for regulering.

Liten gjennomsiktighet kan føre til lavere effektivitet, fordi markedsprisen gjenspeiler lite informasjon. Det kan gi et samfunnsøkonomisk tap i forhold til en teoretisk verden der alle forutsetninger er oppfylt. Det er likevel grunn til å spørre om det er naturlig å regulere et marked for å sikre gjennomsiktigheten når aktørene gjennom sin atferd kanskje viser at de ønsker det motsatte. Svaret må bli at summen av nytte hos alle aktørene er større om gjennomsiktigheten sikres gjennom regulering.»

I følge Varederivatutvalget bør informasjon offentliggjøres, men den konkrete spesifikasjonen av hva som skal offentliggjøres, hvordan det skal gjøres, når informasjon skal gis og til hvem, kan ifølge utvalget ta noe ulik form for ulike markeder. Siden investorene i varederivatmarkedene ofte er aktører i det underliggende varemarkedet kan gjennomsiktighet i handelssystemet bidra til at privat informasjon blir kjent for markedet.

Varederivatutvalget mener videre at det kan være nødvendig med regler som sikrer likebehandling av kunder og som reduserer muligheten for interessekonflikter. For å sikre markedsplassens uavhengighet, kan det både være aktuelt å vurdere maksimalgrenser for eierskap og virksomhetsbegrensninger for selve markedsplassen. Utvalget uttaler i denne forbindelse (NOU 1999:29 side 56-57):

«Forskjellsbehandling av aktører er gjerne knyttet til interessekonflikter, og slike kan oppstå mellom markedsplassen og kunden. Et eksempel på dette er en markedsplass som driver egen mellommannsvirksomhet og gir sine egne ansatte mellommenn tilgang til informasjon om ordrer og handler før resten av markedet. Slik privat og eksklusiv informasjon vil eventuelt føre til at markedsplassens mellommenn får et konkurransefortrinn, og at deres kunder får fordeler framfor kunder som bruker andre mellommenn.

(...)

Investorer med stor handel er mer lønnsomme for en markedsplass enn mindre investorer fordi handelsavgiften (gebyret) er volumbasert. Dette kan gi markedsplassen et insentiv til å forskjellsbehandle små og store kunder. Markedsplassen kan gi store kunder mer og tidligere informasjon enn små kunder. Markedsplassen kan la lønnsomhetsbetraktninger påvirke markedsovervåkingen ved å være mindre opptatt av å følge opp uønsket markedsatferd.»

Varederivatutvalget finner imidlertid ikke særskilt behov for regulering av nivået på transaksjonskostnadene. Det påpekes likevel fra utvalgets side at det er viktig at transaksjonskostnadene ikke hemmer effektiviteten i markedet.

Dette kan ifølge utvalget sikres for eksempel gjennom å åpne for konkurrerende markedsplasser.

I tillegg til å drøfte behovet for regulering av varederivatmarked generelt, drøfter Varederivatutvalget behovet for regulering i det norske varederivatmarkedet for kraft.

Etter Varederivatutvalget vurdering er kraftderivatmarkedet mindre gjennomslukt enn markedet for finansielle instrumenter. Utvalget uttaler i denne forbindelse (NOU 1999:29 side 65):

«Dette kan ha sammenheng med reglene for og holdningen til åpenhet i børshandel med finansielle instrumenter. *Utvalget* antar at dette kan ha sammenheng med at finansielle markeder har større tradisjon i åpenhet enn mange varederivatmarkeder og varemarkeder. Etter *utvalgets* oppfatning er gjennomsluktighet viktig for å sikre et effektivt marked, og større gjennomsluktighet må være et mål ved en eventuell regulering av markedsplassene. Ved bare å stille krav om gjennomsluktighet til handelen på den sentrale markedsplassen vil det trolig ikke sikres god gjennomsluktighet i hele markedet, og det må vurderes i hvilken grad ei regulering for å sikre gjennomsluktighet også skal gjelde otc-markedet. Etter *utvalgets* vurdering kan det i forbindelse med en eventuell regulering være behov for å se på i hvilken grad det skal stilles krav til investorers og mellommenns informasjonsplikt om forhold i det underliggende kraftmarked som kan få betydning for prisene på kraftderivater.»

Varederivatutvalget mener også at det kan være grunn til å vurdere nærmere om det bør stilles krav til eierskap eller virksomhetsbegrensninger for å sikre markedsplassens tillit.

Varederivatutvalget antar at en regulering av virksomheten markedsplassene driver, kan komme til å påvirke konkurransen mellom dem. Etter utvalgets oppfatning må det på denne bakgrunn vurderes hvilke følger en regulering kan få for konkurransen mellom markedsplassene. Etter utvalgets mening kan det forhold at investorene deltar direkte på markedsplassen føre til sterkere konkurranse og høyere effektivitet. Systemet med investorer som prisstillere, altså i en rolle som mellommenn og ikke investorer, kan ifølge utvalget styrke tilliten til en sikker og ordnet handel i kraftderivatmarkedet.

13.4.2 Utforming av regulering av markedet for varederivater

I kapittel 7 i utredningen gjøres det rede for hvordan reguleringen av markedet for varederivater etter Varederivatutvalgets oppfatning bør utformes. Utvalget har med utgangspunkt i mandatet lagt til grunn at det er behovet for offentligrettslig regulering som skal være grunnlaget for utvalgets vurderinger. Utvalget har også lagt vekt på at en eventuell regulering ikke skal hemme utviklingen i de aktuelle markeder som reguleres. Utvalget har tatt utgangspunktet i lovgivning, slik at endringer i forskrifter må vurderes på et senere tidspunkt.

Etter en samlet vurdering av reguleringsbehovet, internasjonale anbefalinger, regulering i andre land og retts tekniske hensyn, er det etter Varederivatutvalgets oppfatning naturlig å ta utgangspunkt i at reguleringen av varederivater i Norge skal skje ved tilpasninger i verdipapirhandelloven.

Varederivatutvalget foreslår å utvide verdipapirhandelens definisjon av finansielle instrumenter til å omfatte varederivater og uttaler i denne forbindelse blant annet (NOU 1999:29 side 86):

«Vphl § 1-2 andre ledd definerer hva som menes med finansielle instrumenter. Finansielle terminkontrakter, herunder finansielle instrumenter med kontant oppgjør er omfattet av definisjonen.

Utvalget peker på at det er vesentlige likheter i produkter og tjenester i markedet for varederivater og finansielle derivater. Derivatene har mange like egenskaper, uansett om det underliggende er varer, verdipapirer, valuta eller annet, og sjøl om det underliggende kan være underlagt ulik regulering. En viktig forskjell er grunnlaget for prisfastsettelsen. For derivater med omsettelige verdipapirer som underliggende er det prisen i et verdipapirmarked som danner utgangspunktet for prisen på derivatet. For varederivater er det prisen i et spotmarked for varen. Både for finansielle derivater og varederivater kan underliggende også være observerte indekser av de aktuelle varer eller tjenester. Likheten mellom de ulike typer av derivater viser seg også ved at det internasjonalt anvendes samme type standardiserte kontrakter både for handel i varederivater og for handel i andre derivater (ISDA).»

Varederivatutvalget drøfter om det bør foretas et reguleringsmessig skille mellom varederivater med kontant oppgjør og varederivater med fysisk levering. Det vises i denne forbindelse til at selv om en derivatkontrakt gir adgang til fysisk levering vil det ikke nødvendigvis føre til at fysisk levering skjer. Investor vil kunne stenge en posisjon med en motposisjon, og oppgjøret vil foretas kontant. Videre vises det til at i noen tilfeller der fysisk levering skjer, vil denne bare være i form av rettigheter til et vareparti, og ikke bestå av levering av sjølve varepartiet. For partene vil oppgjøret i slike tilfeller kunne framstå som et kontant oppgjør. Ulike regler knyttet til om det skjer fysisk levering eller ikke, kan ifølge utvalget også føre til uønsket regelarbitrasje mellom spot og derivatmarkeder. Partene kan velge å avtale fysisk levering hvor det er åpenbart at fysisk levering ikke vil skje. Det er for øvrig en stor likhet mellom derivater med og uten fysisk levering, og det er etter utvalgets oppfatning neppe praktisk å etablere et reguleringsmessig skille ved om fysisk levering kan foretas eller ikke.

Etter Varederivatutvalgets syn bør ikke enhver kontrakt hvor det foreligger handel med oppgjør fram i tid være å betrakte som varederivater omfattet av definisjonen i verdipapirhandelloven. En slik definisjon av varederivatbegrepet vil etter utvalgets oppfatning bli for omfattende, og ikke nødvendigvis kunne grunngis i et reguleringsbehov. Utvalget foreslår derfor at reguleringa av varederivater som finansielle instrumenter, begrenses til omsettelige varederivatkontrakter, jf. utkastet til verdipapirhandelloven § 1-2 nytt siste ledd. Det vises til at et tilsvarende begrep benyttes i definisjonen av verdipapirer som finansielle instrumenter, jf. verdipapirhandelloven §1-2 andre ledd nr.1, jf. tredje ledd.

I spørsmålet om hvorvidt behovet for regulering bør vurderes under et for alle varederivater eller separat for de enkelte varederivatmarkeder er det dissens i Varederivatutvalget. Flertallet går inn for å regulerer alle varederivater under ett. Mindretallet bestående av ett medlem mener at spørsmålet bør vurderes separat for de enkelte varederivatmarkeder. Mindretallet argumenterer for at reguleringsbehovene kan være forskjellige for de ulike markeder for

varederivater avhengig av for eksempel markedets utviklingstrinn, hvilke aktører som deltar, og ikke minst systemrisikoen knyttet til handelen i det aktuelle varederivat. I denne sammenheng er det etter mindretallets oppfatning naturlig å vurdere om det foreligger særlige samfunnsmessige behov som tilsier regulering av de enkelte markedsplassene, om det er behov for atferdsregler i disse markedene, og om det er nødvendig med særlig regulering av enkelte aktører, for eksempel mellommenn og foretak som eventuelt utøver clearingfunksjoner i disse markedene.

Når det gjelder spørsmålet om når det utvikler seg et selvstendig varederivatmarked basert på et marked med det underliggende i form av varer, tjenester eller indekser uttaler utvalget at dette kan være vanskelig å angi. Utvalget legger til grunn at standardisering og omsettelighet av kontrakter og utviklet infrastruktur, som organisert markedsplass med tilknyttet clearing, vil være typiske kjennetegn på et varederivatmarked, men grensen blir ellers skjønnsmessig

Varederivatutvalget drøfter i kapittel 7.5 om Børslovutvalgets forslag til børslov vil ivareta hensynene til regulering av markedsplasser for varederivater. Det vises til at reglene om markedsplasser i børslovutvalgets lovutkast er knyttet til begrepet finansielle instrumenter, jf. utkastet § 1-1, og at det er lagt opp til en mulighet for ulike typer markedsplasser, i form av børser, autoriserte markedsplasser og markedsplasser som drives gjennom verdipapirforetak.

Etter Varederivatutvalgets syn vil bestemmelsene om børsvirksomhet i utkastet til ny børslov ivareta behovet for regulering av gjennomsiktighet i handelen på markedsplassen, regler som sikrer likebehandling av kunder, regler om eierskap og virksomhetsbegrensninger for varederivater. Utvalget foreslår derfor ikke egne bestemmelser om markedsplasser for varederivater.

Etter Varederivatutvalgets vurdering kan utkastet til ny børslov få anvendelse på den virksomhet som Nord Pool i dag driver, dersom definisjonen av «finansielle instrumenter» i samsvar med utvalgets forslag, utvides til også å omfatte varederivater. Utvalget legger til grunn at dette vil følge av børslovutvalgets utkast til ny børslov § 1-3 første ledd første punktum, som lyder:

«Med børsvirksomhet menes organisering eller drift av et marked for finansielle instrumenter der det legges til rette for handel ved regelmessig og offentlig kursnotering og opptak av finansielle instrumenter til offisiell notering.»

Varederivatutvalget legger på bakgrunn av utkastet til ny børslov til grunn at Nord Pool vil kunne søke om konsesjon som børs eller autorisert markedsplass. Utvalget kan ikke se at en slik løsning vil komme i strid med EØS-forpliktelse som svarer til rådsdirektiv 79/279/EØF (opptaksdirektivet). Det vises til at direktivet innebærer særlige krav til notering av verdipapirer, men at disse kravene ikke gjelder andre finansielle instrumenter (som for eksempel varederivater).

Varederivatutvalget kan heller ikke se at det er behov for vesentlige tilpasninger i utkastet til børslov § 5-6, jf. nærmere nedenfor, for det tilfellet at Nord Pool skulle søke om konsesjon som børs. Dette innebærer i følge utvalget at Nord Pool på lik linje med andre børser i utgangspunktet må oppfylle de alminnelige reglene i utkast til ny børslov, herunder blant annet regler om

konsesjon, foretaksform og organer, eier- og kapitalforhold og virksomhetsregler. Etter utvalgets oppfatning synes det som om utkast til ny børslov inneholder dispensasjonsregler som i tilstrekkelig grad vil kunne ivareta eventuelle særskilte tilpasningsbehov.

Varederivatutvalget viser videre til at markedsplasser for varederivater i følge Børslovutvalget kan etableres som tilknyttet tjeneste til markedsplasser som er etablert for andre finansielle instrumenter. Dette er imidlertid ifølge Varederivatutvalget ikke like relevant hvis varederivater defineres som finansielle instrumenter.

Varederivatutvalget viser til bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 9-4 første ledd som angir at et verdipapirforetak straks skal melde til børsen handler i finansielle instrumenter børsnotert i Norge. Hensikten med bestemmelsen er ifølge utvalget at slik handel kan ha betydning for primærmarkedet, det standardiserte derivatmarkedet og for kursfastsettelsen på det underliggende verdipapiret. Utvalget antar at denne bestemmelsen kan bli utvidet til også å omfatte autoriserte markedsplasser ved vedtak av ny børslov. Utvalget antar at de samme hensyn også i et slikt tilfelle vil gjelde for varederivater, og at bestemmelsen i så fall også skal omfatte varederivater.

Varederivatutvalget uttaler videre (NOU 1999:29 side 108):

«Utkast til ny børslov § 5-6 skaper i denne sammenheng problemer i to retninger. For det første kreves etter ordlyden en søknad om børsnotering fra «utsteder». Dette er for øvrig i samsvar med gjeldende børslov § 4-2. Varederivater vil ikke ha noen utsteder som kan søke om børsnotering. Utvalget registrerer at gjeldende børslov § 4-2 hittil ikke har utgjort en hindring for børsnotering av derivater. For ordens skyld bør imidlertid forholdet etter utvalgets syn reguleres i utkast til ny børslov. Når det gjelder beslutning om notering av varederivater på børsen, er utvalget enig i Tokyo-erklæringas vurdering av at varebørsen sjøl bør ha hovedansvaret for at virksomheten foregår i ansvarlige former blant annet ved at kontraktene har en god utforming og reflekterer forsvarlige priser. For det andre skaper ny børslov § 5-6 et problem i forhold til varederivater ved at det forutsettes at opptak til offisiell notering av derivater bare kan skje dersom det foreligger «...betydelig handel med betryggende kursfastsettelse i den eller de underliggende instrumenter.» Kravet om handel i underliggende «instrumenter» kan synes å avgrense mot notering i derivater basert på varer. Utvalget finner imidlertid ikke holdepunkter i Børslovutvalgets innstilling som gir grunnlag for at det er ment å foretas en slik avgrensing. Etter utvalgets syn bør forholdet presiseres i utkast til ny børslov, slik at kravet til betryggende kursfastsettelse ved notering av varederivater knyttes til den eller de underliggende varene. Rettsteknisk kan disse presiseringene gjøres ved at det foretas tilpasninger i utkast til ny børslov § 5-6. Alternativt kan det inntas en ny bestemmelse i utkast til ny børslov som særskilt regulerer notering av varederivater. En slik bestemmelse vil kunne utformes slik:

«Varederivater kan opptas til offisiell notering og handel etter beslutning fra børs dersom den finner at de finansielle instrumenter er egnet for notering og kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning. Opptak til offisiell notering av finansielle instrumenter kan skje dersom det foreligger en betydelig handel til kjente priser eller på annen måte er grunnlag for en betryggende kursfastsettelse i den eller de underliggende varene.»

Et vedtak om notering på en varebørs må være begrunnet fra børsen. Den må både kunne dokumentere at det er grunnlag for betryggende kursfastsettelse i den underliggende vare, og den måtte sannsynliggjøre at instrumentet kan «forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning». Det ville kunne gjøres dersom det forelå klare utsagn fra viktige kjøpere og selgere om at de ville søke å dekke sine sikringsbehov gjennom varebørsen eventuelt supplert med avtaler om at en eller flere mellommannsforetak som fast ordning vil stille priser (market making).

Det følger av utvalgets forslag til vphl § 9-4 tredje ledd at det vil være plikt til clearing av et slikt offisielt notert varederivat over børs, og det må derfor også foreligge avtale om clearing med en oppgjørsentral. Ettersom børsen er under tilsyn, vil hensynet til at handel skal være «sikker og ordnet» også kunne ivaretas uten at tilsynsenheten får annet ansvar enn det som følger av at det er tilsyn, for å finne fram til om produktet er fornuftig eller hvordan eventuelle prisindekser skal konstrueres.

Utvalget antar at hensyn som drøftet over også vil være relevante i forhold til børslovens bestemmelser for regulerte markedsplasser jf lovforslagets § 6-1.»

13.5 Høringsinstansenes merknader

Samtlige høringsinstanser som har merknader til forslaget fra Varederivatutvalget, med unntak av *Statistisk sentralbyrå*, er positive til at det åpnes for at markedsplasser for varederivater kan få konsesjon som børs eller autorisert markedsplass. Særlig fremheves det at det er positivt at slike markedsplasser kan få konsesjon som børs. *Nord Pool* uttaler følgende i denne forbindelse:

«For Nord Pools virksomhet knyttet til handel med finansielle kraftkontrakter er det av betydning at varederivater blir behandlet som finansielle instrumenter og regulert gjennom lovverket.

I andre land hvor Nord Pool opererer er selskapets finansielle kontrakter definert som finansielle instrumenter. Denne mangelen på harmonisering i rammebetingelser mellom Norge og andre land innebærer at Varederivatutvalgets utredning og Børslovutvalgets utkast til ny børslov vil ha betydning for Nord Pools fremtidige rammebetingelser, ikke bare i Norge, men også i forhold til et nordisk og europeisk konkurranseperspektiv. Nord Pool er i dag først og fremst en elbørs for de fire nordiske land, hvor de tre andre landene allerede har et reguleringsregime for finansiell krafthandel. Av hensyn til aktørene i Norden og de øvrige europeiske land er det viktig at Norge får en tilsvarende regulering, for å gi Nord Pool rammevilkår som er harmonisert med de øvrige lands reguleringer og derigjennom en sterker legal posisjon, som vil forsterke den tillit og institusjonelle tyngde som allerede er opparbeidet. Dessuten påføres enkelte aktører allerede særskilte kapitaldekningskrav og derav økte kostnader som følge av deres egen regulering i forhold til Nord Pools manglende regulering for finansiell handel og clearing.

Nord Pool er grunnlagt på målsetningen om et nordisk energipolitisk samarbeid med et felles nordisk kraftmarked. Nord Pool er således en sentral del av den nordiske infrastrukturen i kraftmarkedet. En viktig forutsetning for et velfungerende marked er å ha en nøytral og objektiv elbørs som gjennom prisfastsettelsen gir et troverdig prissignal til kraftmarkedet. Prisfastsettelsen brukes som referansepris i hele

Norden. Som fullverdig børs vil Nord Pool få en institusjonell tyngde som gjennom reguleringen underbygger markedsplassens nøytralitet, objektivitet, integritet og sikkerhet for aktørene.

Andre fullverdige børser i Europa er i oppstarten for å notere kraftkontrakter. Dersom Nord Pool ikke får konsesjonelle rammevilkår som fullverdig børs vil dette medføre en betydelig konkurransevridding, og Nord Pools internasjonale konkurransesituasjon kan bli svekket. Internasjonale børser kan også med konsesjon i hjemstedslandet etablere seg i Norden med børsstatus.

Det faktum at andre fullverdige børser i Europa planlegger å notere kraftkontrakter i nær fremtid vil også uavhengig av en nordisk etablering medføre en konkurransevridding så lenge Nord Pool ikke har tilsvarende konsesjonelle rammevilkår. Nord Pool ønsker å være en betydelig aktør i det europeiske kraftmarkedet. Nord Pool er av den oppfatning at gjennom deltakelse i det europeiske kraftmarkedet vil handelsprodukter og løsninger bli mest mulig transparente og på den måten gi Nord Pools aktører fordeler i en åpen og konkurranseutsatt europeisk krafthandel. Samtidig vil dette kunne bidra til å styrke Nord Pool som en sentral elbørs i et europeisk kraftmarked.

For å kunne delta i det europeiske kraftmarkedet er det nødvendig for Nord Pool å ha mer likeverdige rammebetingelser med de andre landene i det europeiske energimarkedet. Det må derfor i utkastet til ny børslov legges til rette for at Nord Pool kan søke konsesjon som børs og derigjennom gis anledning til å drive en fullverdig børsvirksomhet. Innstillingene fra Varederivatutvalget og Børslovutvalget er således av vesentlig betydning for Nord Pools fremtidige posisjon på det nordiske og europeiske energimarkedet.»

Også *Norsk Oppgjørssentral* påpeker at mange aktører har krav/begrensninger til hva slags marked de kan handle på, noe som innebærer at de kun handler på regulerte markedsplasser.

Kredittilsynet er imidlertid uenig i Varederivatutvalgets forslag om å regulerer alle varederivater under ett. Kredittilsynet slutter seg til varederivatutvalgets generelle synspunkter om at aktørenes tillit til markedsplassens funksjon og uavhengighet er viktige forutsetninger for et effektivt marked. Det kan videre være behov for regulering av markedsplasser for enkelte varederivater for å sikre effektiviteten i markedet. Etter Kredittilsynets vurdering er disse argumentene imidlertid i seg selv ikke tilstrekkelige til å begrunne offentlig rettslig regulering av markedsplasser for alle typer varederivater. Kredittilsynet uttaler i denne forbindelse blant annet:

«Som nevnt ovenfor, må man etter Kredittilsynets oppfatning vurdere de enkelte markeder konkret for å avgjøre hvorvidt offentlig rettslig regulering er nødvendig. Det bemerkes i denne sammenheng at regulering av markedsplasser vil kunne innebære offentlig rettslige inngrep i form av lovfestede krav til foretaksform og ledelse, krav til kapital og eierstruktur, nærmere regler for utøvelse av virksomheten samt regler om offentlig tilsyn.

Reguleringsbehovet må vurderes på bakgrunn av hvorledes markedet fungerer i dag, uten at slik regulering er innført. Bare der hvor det avdekkes at det er konkrete behov eller med all sannsynlighet vil oppstå behov for offentlig rettslige inngrep, bør man etter Kredittilsynets oppfatning gå til det skritt å regulere det aktuelle markedet, og da etter en avveining av hvilke fordeler man vil oppnå i forhold til de pliktregler man innfører. Det må samtidig tas særskilt stilling til hvorvidt

reguleringen skal rette seg mot investorenes atferd, mellommennes rolle eller markedsplassens organisering og virksomhet, eller en kombinasjon av disse. I forhold til spørsmålet om markedsplasser for varederivater bør reguleres, bør man etter Kredittilsynets oppfatning også reise spørsmålet om det aktuelle markedet egner seg for regulering. I tillegg til hensynene til tilliten til markedet og markedets effektivitet, vil følgende momenter etter Kredittilsynets oppfatning være viktige:

- Sikringsbehovet i det underliggende varemarkedet, dvs. markedsaktørenes behov for å benytte derivatkontrakter til sikring av prisen ifm. avtaler som forfaller i fremtiden (finansielle derivatkontrakter) eller til sikring av fremtidig levering av varer (fysiske derivatkontrakter).
- Likviditeten i det underliggende varemarkedet, og en vurdering av hvorvidt prisdannelsen i dette markedet kan gi grunnlag for et vel fungerende derivatmarked.
- Betydningen av et vel fungerende derivatmarked for økt informasjonsmengde for markedet som helhet og som mulig grunnlag for en riktigere prising både av den underliggende vare og av derivatet.
- Rettslige rammevilkår for det underliggende markedet og varederivatmarkedet etter gjeldende norsk rett.
- Varederivatmarkedets internasjonale tilknytning og betydningen av at norske regler er harmonisert med utenlandske regler.»

Kredittilsynet viser til at utvalget i innstillingens kapittel 3 gir en oversikt over norske varemarkeder hvor det har vokst frem en etterspørsel etter derivatprodukter til sikringsformål og uttaler:

«I jordbruks-, metall- og fraktmarkedet opplyses det at norske investorer til en viss grad benytter derivatkontrakter til prissikring og/eller sikring av tilgang på underliggende vare. Det er ingen norske markedsplasser for disse produktene. Velutviklede markedsplasser finnes i utlandet, særlig i London (metall og frakt) og Chicago (jordbruksprodukter). I oljemarkedet finner man ifølge Utvalget produsentene som de største norske aktørene på markedet, og de benytter derivatkontrakter som sikringsinstrumenter. Det har heller ikke i dette markedet blitt etablert noen norsk markedsplass for omsetning av derivater. Norske banker er til en viss grad inne som mellommenn i otc-markedet.

For de ovennevnte varemarkedene har norske investorer vist etterspørsel etter sikringsinstrumenter, og det kan således konstateres at det foreligger et sikringsbehov hos aktørene. I hovedsak er dette profesjonelle aktører fra det underliggende varemarkedet, som for eksempel produsenter eller storforbrukere av olje eller metaller. Handelen i derivatkontrakter foregår dels i otc-markedet og dels på utenlandske markedsplasser. Det har hittil ikke vokst frem noen markedsplasser i Norge, og det gis heller ikke opplysninger som tilsier at slike markedsplasser er under etablering. På bakgrunn av Utvalgets innstilling er det ikke mulig å konstatere hvorvidt likviditeten og prisdannelsen i de underliggende markedene kan gi grunnlag for vel fungerende derivatmarkeder i Norge. Det fremkommer heller ikke andre konkrete opplysninger i utvalgets innstilling som tilsier at det pr. i dag er behov for å regulere eventuelle norske markedsplasser for varederivater på jordbruks-, metall-, frakt- eller oljemarkedet, eller om slike markedsplasser egner seg for regulering.»

Kredittilsynet mener det er tungtveiende hensyn som taler for å regulere markedsplasser for kraftderivater. I vurderingen er det lagt avgjørende vekt på den samfunnsmessige betydning av kraftmarkedet i Norge, aktørenes sikringsbehov, omsetningen i det underliggende kraftmarkedet og organiseringen av denne, samt behovet for et regelverk som sikrer tillit og effektivitet i markedet og som på dette området bringer norsk rett på linje med lovgivningen i blant annet Sverige og Danmark.

Hva angår markedsplasser for andre varederivater enn kraftderivater, finner Kredittilsynet at det pr. i dag ikke er tilstrekkelig behov for å innføre offentligrettslig regulering. Ettersom markedet for ulike finansielle produkter er i stadig utvikling, vil Kredittilsynet imidlertid ikke utelukke at det i fremtiden kan oppstå behov for at markedsplasser for andre varederivater også reguleres. Eventuell fremtidig utvidelse av anvendelsesområdet for regelverket bør etter Kredittilsynets oppfatning kunne skje uten at man må gå veien om lovendringer. Det går derfor inn for at det inntas en forskriftshjemmel til å fastsette at regelverket helt eller delvis også gjelder for andre varederivater. Lignende synspunkter fremmes av Enron Nordic Energy og Statkorn. Statkorn viser til at selskapet driver prissikring og handel med varederivater for korn som beskrevet i utredningen om varederivater. Ifølge Statkorn er det ikke behov for noe varemarked / børs for slike produkter i Norge på det nåværende tidspunkt.

Statkraft påpeker i sin høringsuttalelse at foretaket er positiv til at Nord Pool blir børs og at handel med varederivater også kan finne sted på Oslo Børs. Det vises til at størst mulig konkurranse mellom børsene vil bidra til fokus på kostnader, gode løsninger og sikkerhet.

Statistisk sentralbyrå begrenser sin høringsuttalelse til kraftmarkedet og uttaler i denne forbindelse at behovet for reguleringer og konsesjoner innenfor oljemarkedet er ivaretatt gjennom den ordinære lovgivningen nasjonalt og internasjonalt. Hva gjelder kraftmarkedet uttaler Statistisk sentralbyrå følgende:

«Det er altså bare dersom det mot formodning skulle finnes helt spesialiserte aktører/mellommenns-funksjoner som utelukkende driver med varederivater, at vi synes det er naturlig at aktørene underlegges verdipapirhandellovens bestemmelser om konsesjonsplikt og tilsyn fra Kredittilsynet som finansinstitusjoner. Skulle de ordinære verdipapirforetakene ønske å gå inn i dette markedet (dvs. kun i varederivatene) vil jo disse alt være dekket av bestemmelsene om konsesjon i verdipapirhandelloven, eller ev. tilpasninger i nevnte lov.

Også andre argumenter trekker i samme retning etter vårt syn. Hensynet til beskyttelse av investorene ser ikke ut til å være like nødvendig i varederivatmarkedet som i de øvrige finansielle markeder, da Nord Pool ASA spiller en helt annen rolle i kraftmarkedet enn ordinære verdipapirbørser og markedsplasser. Systemhensyn i et varemarked bør heller ikke tillegges den samme vekt som systemhensyn i finansmarkedet. Nord Pool organiserer både omsetning av standardiserte fysiske kraftkontrakter (dvs. et fysisk marked) og standardiserte finansielle kraftkontrakter (et finansielt marked), samt at Nord Pool driver clearing. Nord Pool er kontraktsmotpart i alle kontrakter som er handlet på Nord Pool og garanterer for oppgjør og levering, dvs. Nord Pool overtar aktørenes motpartsrisiko. Likeledes har kraftmeklerne tradisjonelt ikke gått inn som motparter i handelen, men utelukkende

vært en formidler mellom to parter som godkjenner hverandre før handelen slutes. Videre vil selger og kjøper i kraftmarkedet være profesjonelle aktører, i motsetning til mange aktører på verdipapirmarkedet.»

Statistisk sentralbyrå kan på den bakgrunn ikke helt se at det kan være samme behov for å regulere disse mellommennsfunksjoner og regulerte markedsplasser som innenfor de finansielle derivatene hvor det underliggende objekter er aksjer, valuta, rente, hvis en da ikke legger opp til at kraftmeklerne kan handle for egen risiko og regning i markedet. Dersom det er ønskelig å gå inn med sterkere reguleringer innen kraftmarkedet kan det ifølge Statistisk sentralbyrå vel heller være et spørsmål om dette bør gjøres i energilovgivningen.

En rekke av høringsinstansene som mener at børsloven er egnet til regulering av markedsplasser for varederivater påpeker imidlertid at det er behov for enkelte tilpasninger i loven.

13.6 Departementets vurdering

Departementet anser det som mest hensiktsmessig å vurdere spørsmålet om regulering av markedsplasser for varederivater i sammenheng med de øvrige spørsmål som er omhandlet i NOU 1999:29 Varederivater, herunder spørsmål om varederivater skal anses som finansielle instrumenter etter verdipapirhandelloven § 1-2, om regulering av mellommannsvirksomhet, om clearing, oppgjør, registrering og tilsyn i tilknytning til varederivater. I denne sammenheng vil en også måtte ta stilling til det nærmere innholdet i begrepet varederivater og til om reguleringen skal gjelde alle varederivater generelt eller kun enkelte typer varederivater inndelt etter hva som er det underliggende objekt.

På bakgrunn av at en rekke høringsinstanser har påpekt behovet for en snarlig avklaring med hensyn til rammevilkårene for den allerede eksisterende markedsplassen for varederivater i Norge og Norden, nemlig Nord Pool, foreslås det imidlertid at departementet i forskrift skal kunne fastsette at børsloven og forskrifter gitt med hjemmel i denne helt eller delvis skal få anvendelse for foretak som organiserer eller driver et marked for varederivater, herunder kraftderivater, jf. lovforslaget § 1-4. Det vil i så fall kunne fastsettes at Nord Pool kan søke om konsesjon som børs eller autorisert markedsplass. Departementet foreslår at departementet i forskrift skal kunne gi regler som utfyller, supplerer eller avviker fra regler gitt i eller i medhold av børslovens regler med forskrifter for markedsplasser for varederivater. Dette kan blant annet være aktuelt når det gjelder bestemmelsen i § 4-1 om at ingen kan eie aksjer som representerer mer enn 10 prosent av aksjekapitalen eller stemmene i en børs. Videre kan det være aktuelt å gi regler om at drift av markedsplass for kraft i medhold av konsesjon etter energiloven § 4 skal anses å ha naturlig sammenheng med drift av markedsplass for kraftderivater.

Departementet foreslår på det nåværende tidspunkt ikke endringer i verdipapirhandelloven som følge av forslaget om at børsloven med forskrifter skal kunne gis anvendelse for markedsplasser for varederivater. Dette vil si at verdipapirhandellovens regler ikke vil komme til anvendelse for handel på en markedsplass for varederivater. Dette vil blant annet si at det ikke vil være regler om at handel med varederivater skal foretas under medvirkning av en oppgjørssentral. Videre vil regler om innsidehandel eller andre adferdsregler

i verdipapirhandelloven ikke gjelde for handelen med varederivater. Slike spørsmål og eventuelle andre forslag til endringer i verdipapirhandelloven vil utstå til den generelle oppfølgingen av varederivatutvalgets forslag.

En rekke av de høringsinstansene som har gitt uttrykk for at børsloven er egnet til regulering av markedsplasser for varederivater har påpekt at det er behov for enkelte tilpasninger i børsloven dersom den gis anvendelse for markedsplasser for varederivater. Departementet viser i denne forbindelse til at det foreslås at departementet i forskrift skal kunne gi regler som utfyller, supplerer eller avviker fra regler gitt i eller i medhold av børsloven for markedsplasser for varederivater. Nødvendige tilpasninger vil således kunne gjøres i forskrift. For øvrig anser departementet at eventuelle tilpasninger i børsloven vedrørende markedsplasser for varederivater bør vurderes senere i sammenheng med de øvrige spørsmål som er omhandlet i NOU 1999:29.

14 Økonomiske og administrative konsekvenser

14.1 Innledning

Etter departementets syn vil lovforslaget bidra til en effektivisering av det norske verdipapirmarkedet. Forslaget åpner for organisering av børs som allmennaksjeselskap, samt adgang til etablering av autoriserte markedsplasser. Dette antas å ville kunne gi muligheter for reell konkurranse mellom markedsplasser i Norge, samt bedring av konkurranseevnen for norske markedsplasser. Økt effektivitet vil som følge av dette kunne gi bedre produkter og lavere priser for brukere av de nasjonale markedsplasser for finansielle instrumenter.

Forslaget om at børser og autoriserte markedsplasser underlegges institusjonelt tilsyn fra Kredittilsynet vil etter departementets syn bidra til å sikre tilliten til velordnede markedsplasser for finansielle instrumenter i Norge. Tilsyn vil isolert medføre visse ekstra kostnader for markedsplasser hvor verdipapirer omsettes, men en økning i tilliten til verdipapirmarkedet generelt vil etter departementets oppfatning trolig oppveie disse kostnadene. Økt effektivitet i og tiltro til det norske verdipapirmarkedet som følge av forslaget til ny børslov kan bidra til at en samlet sett får samfunnsøkonomiske gevinster. Det vises for øvrig til omtalen av markedsplassers samfunnsøkonomiske betydning under kapittel 3 foran.

14.2 Økonomiske og administrative konsekvenser for det offentlige

De foreslåtte lovendringer vil kunne medføre behov for en noe styrket tilsynskompetanse og aktivitet. Primært følger dette av at børser og autoriserte markedsplasser foreslås underlagt tilsyn fra Kredittilsynet, men også ved at enkelte oppgaver knyttet til tilsyn med markedsplassaktører overføres fra børsen til Kredittilsynet. Dette gjelder blant annet forvaltningen av dispensasjonsadgangen for periodisk handleforbud og mottak av meldinger om eksterne mottakere av innsideinformasjon samt forslaget om at Kredittilsynet skal være klageorgan for vedtak fattet av Foretaksregisteret vedrørende avgjørelser knyttet til registrering av prospekter ved emisjoner mv. av ikke børsnoterte foretak. Videre innebærer forslaget blant annet at tilsynsmyndighetene skal vurdere regelverk og forretningsvilkår som børser og autoriserte markedsplasser fastsetter.

På enkelte punkter vil det måtte utarbeides nye forskrifter. Det arbeidet dette medfører vil imidlertid knytte seg til en overgangsperiode.

Når det gjelder tilsynskostnadene, vises det til at Kredittilsynets utgifter utlignes på tilsynsobjektene, og at økt aktivitetsnivå derfor neppe vil føre til økte utgifter for det offentlige. Det vises i denne sammenheng også til St.prp. nr. 1 (1999-2000) hvor det går frem at dersom lovforslaget blir vedtatt i Stortinget, «kan det være aktuelt å vurdere et forslag om tilleggsbevilgning for å sikre en snarlig gjennomføring av tilsynet med børsvirksomhet». Forslaget om at

børsloven skal kunne gis anvendelse for markedsplasser for varederivater innebærer også at Kredittilsynet vil kunne få et noe utvidet tilsynsansvar.

Lovforslaget legger opp til at ansvaret for registrering av prospekter ved emisjoner mv. av ikke børsnoterte foretak (registreringsprospekter) flyttes fra børsen til Foretaksregisteret (Brønnøysundregistrene). Brønnøysundregistrene har anslått at de økonomiske/administrative konsekvensene av dette forslaget vil være begrensede.

14.3 Økonomiske og administrative konsekvenser for private

For børser - i praksis i dag Oslo Børs - mener departementet at lovforslaget vil kunne føre til en mer fleksibel styringsstruktur. Departementet antar at børsens konkurranseevne vil kunne øke som følge av dette.

Både børser og eventuelle autoriserte markedsplasser vil måtte betale sin andel av Kredittilsynets kostnader som utlignes på institusjoner under tilsyn. Dette er en kostnad som eksisterende børs ikke har.

Etter lovforslaget skal børsen ikke lenger ha ansvar for registrering av prospekter knyttet til tilbud om kjøp eller tegning av finansielle instrumenter som ikke er eller søkes børsnotert. I tillegg skal børsen ha noe mindre ansvar knyttet til forvaltning av regler om innsidehandel, flagging og meldeplikt etter verdipapirhandelloven. Ressursbesparelsene for Oslo Børs i denne sammenheng antas å være begrensede. I forbindelse med at prospektregistrering overføres fra Oslo Børs til i Foretaksregisteret vises det til at børsen for denne oppgaven krever gebyr av utsteder til dekning av sine utgifter.

Vedtagelse av ny børslov må antas i en overgangsperiode å medføre noe merarbeid og økte utgifter for Oslo Børs i forbindelse med utarbeiding av eget regelverk og forretningsvilkår, myndighetenes arbeid med utarbeidelse av nye forskrifter og informasjon mv. overfor børsens brukere. Det må også antas å påløpe kostnader knyttet til omdanning av Oslo Børs fra selveiende institusjon til allmennaksjeselskap.

15 Forslag om andre endringer i kredittilsynsloven, verdipapirhandelloven og finansieringsvirksomhetsloven

15.1 Endringer i kredittilsynsloven

15.1.1 Innledning

I dette kapitlet omhandles enkelte forslag til endringer i lov av 7. desember 1956 nr. 1 om tilsynet for kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper og verdipapirhandel m.v. (kredittilsynsloven). Loven omtales i det følgende som kredittilsynsloven.

Kredittilsynet fører tilsyn med blant annet banker, finansieringsforetak, forsikringsselskaper, pensjonskasser, verdipapirforetak, eiendomsmeglere, inkassoforetak, revisorer og regnskapsførere. Tilsynsoppgaven innebærer at Kredittilsynet skal se til at de institusjoner som står under tilsyn virker på hensiktsmessig og betryggende måte i samsvar med lov og bestemmelser gitt i medhold av lov, samt med den hensikt som ligger til grunn for institusjonens opprettelse, formål og vedtekter. Kredittilsynsloven regulerer i hovedsak Kredittilsynets virksomhet som tilsyns- og kontrollmyndighet, herunder Kredittilsynets virkemidler overfor institusjonene i tilsynsarbeidet. De foreslåtte lovendringene tar dels sikte på å klargjøre eller presisere regelverket ut fra den forståelse som i praksis er lagt til grunn i tilsynsarbeidet. Dels tar endringsforslagene sikte på å bedre Kredittilsynets muligheter til å drive et effektivt tilsyn og å sørge for at institusjonene faktisk følger de regler og holder seg innenfor de rammer som er satt for virksomheten.

I punkt 15.1.3 foreslås endringer i kredittilsynsloven § 4 nr. 8 slik at Kredittilsynet gis et utvidet grunnlag for å pålegge en institusjon å rette på et forhold. Videre foreslås i punkt 15.1.4 visse endringer i kredittilsynslovens bestemmelser om institusjonenes opplysningsplikt overfor Kredittilsynet. Blant annet foreslås en presisering av hva slags materiale som omfattes av opplysningsplikten, samt at Kredittilsynet kan kreve materiale utlevert for kontroll. I punkt 15.1.5 foreslås enkelte redaksjonelle endringer i kredittilsynsloven § 4, som gir en oppregning av hva slags pålegg Kredittilsynet kan gi de institusjoner det har tilsyn med. Endelig foreslås i punkt 15.1.6 en lovendring som presiserer at Kredittilsynets pålegg overfor institusjonene er grunnlag for krav om dagmulkt, enten pålegget er gitt med hjemmel i kredittilsynsloven eller annen lov.

15.1.2 Høring

Finansdepartementet sendte ved brev 22. desember 1998 ut et høringsnotat med forslag til endringer i kredittilsynsloven. Høringsnotatet var utarbeidet av Kredittilsynet. Fristen for merknader ble satt til 19. mars 1999. Følgende høringsinstanser har kommet med merknader til forslagene:

- Barne- og familiedepartementet

- Datatilsynet
- Den norske Bankforening
- Finansieringsselskapenes Forening
- Kredittilsynet
- Norges Autoriserte Regnskapsføreres Forening
- Norges Bank
- Norges Eiendomsmeglerforbund
- Norges Fondsmeglerforbund
- Norges Forsikringsforbund
- Norsk Oppgjørssentral
- Næringslivets Hovedorganisasjon
- Oslo Børs
- Regjeringsadvokaten
- Sparebankforeningen i Norge
- Statistisk Sentralbyrå
- Verdipapirfondenes Forening

Følgende høringsinstanser har meddelt at de ikke har merknader:

- Arbeids- og administrasjonsdepartementet
- Fiskeridepartementet
- Forsvarsdepartementet
- Justisdepartementet
- Kirke-, utdannings- og forskningsdepartementet
- Kommunal- og regionaldepartementet
- Nærings- og handelsdepartementet
- Samferdselsdepartementet
- Sosial- og helsedepartementet
- Utenriksdepartementet
- Brønnøysundregistrene
- De selvstendige kommunale pensjonskasser
- Forbrukerombudet
- Forbrukerrådet
- Forbrukersamvirket
- Handels- og servicenæringens Hovedorganisasjon
- Kommunenes Sentralforbund
- Konkurransetilsynet
- Landslaget for Regnskapskonsulenter
- Landsorganisasjonen i Norge
- Likestillingsombudet
- Norges Skatterevisorers Landsforening
- Riksadvokaten
- Rikstrygdeverket
- Skattebetalerforeningen
- Skattedirektoratet
- Økokrim

Høringsinstansene er generelt positive til forslagene i høringsnotatet. Enkelte høringsinstanser har hatt merknader til forslaget om at Kredittilsynet skal kunne gi pålegg for å hindre fremtidige overtredelser fra institusjonenes side. Det samme gjelder forslaget om at Kredittilsynet skal kunne fastsette hvordan rapportering fra institusjonene skal skje, samt det nærmere innhold av forslaget om at Kredittilsynet skal ha rett til å kreve materiale utlevert for kontroll.

Også forslaget om en hjemmel for Kredittilsynet til å gi forskrifter om institusjonenes internkontroll, er kommentert av enkelte høringsinstanser.

15.1.3 Pålegg om retting

15.1.3.1 Gjeldende rett

Etter kredittilsynsloven § 4 nr. 8 kan Kredittilsynet pålegge de institusjoner det har tilsyn med «å rette på forholdet dersom en institusjons organer har handlet eller forsømt seg i strid med sine plikter etter lovgivning eller vedtektene». Et pålegg om retting vil si at Kredittilsynet fatter et enkeltvedtak etter forvaltningsloven der institusjonen påbys å opptre i samsvar med vedtakets innhold. Et slikt pålegg vil være rettslig bindende for den det er rettet mot, og manglende oppfyllelse av pålegget vil blant annet kunne være grunnlag for videre sanksjoner i form av daglig løpende mulkt eller straff. Et pålegg fra Kredittilsynet kan påklages til Finansdepartementet i henhold til reglene i forvaltningsloven kapittel VI (i inkassosaker er det Justisdepartementet som er klageinstans). Gyldigheten av et pålegg kan også prøves for domstolene.

Etter kredittilsynsloven § 4 nr. 8 kan pålegg om retting bare ilegges dersom institusjonene har overtrådt sine plikter etter lovgivning, dvs. lov eller forskrift, eller etter institusjonens vedtekter. Brudd på plikter fastsatt på annet grunnlag kan etter dagens regelverk ikke møtes med pålegg om retting fra Kredittilsynets side.

15.1.3.2 Høringsnotatet

Det er i høringsnotatet vist til at det kan være behov for å ha mulighet til å pålegge retting også utenfor de tilfelle der det foreligger brudd på lovgivning eller vedtekter. Det er derfor foreslått en utvidelse av Kredittilsynets adgang til å gi pålegg om retting etter kredittilsynsloven § 4 nr. 8.

I høringsnotatet er det for det første foreslått at kredittilsynsloven § 4 nr. 8 endres slik at Kredittilsynet kan gi pålegg om retting også når institusjonen opptrer i strid med konsesjon eller konsesjonsvilkår. Etter dagens regler vil alternativet være at Kredittilsynet overfor foretaket gir uttrykk for at de anser foretakets handlemåte for å være i strid med konsesjonen, og at handlemåten kan danne grunnlag for tilbakekall av konsesjonen. En slik merknad fra Kredittilsynets side er ikke et vedtak som kan påklages av institusjonen. Dessuten er det ikke slik at ethvert brudd på konsesjonsvilkår gir grunnlag for å kalle konsesjonen tilbake. Tilbakekall av konsesjonen vil i mange tilfelle være et langt mer inngripende tiltak enn ønskelig. Både hensynet til institusjonens kunder og andre tredjemenn og hensynet til institusjonen selv tilsier at en bør ha andre virkemidler enn tilbakekall av konsesjonen.

I høringsnotatet vises det videre til at den foreslåtte endringen vil være en naturlig følge av at en ikke lenger detaljregulerer alle deler av finansmarkedet direkte gjennom lov eller forskrift. Det vil på bakgrunn av den raske utviklingen stadig være behov for å oppstille konsesjonsvilkår som supplerer reguleringen i lovgivningen. Dessuten vil det kunne være særlige forhold ved den enkelte virksomhet som søker konsesjon som medfører behov for å fastsette spesielle konsesjonsvilkår.

For det annet er det i høringsnotatet foreslått at Kredittilsynet skal kunne gi pålegg om retting dersom institusjonen opptrer i strid med interne retnings-

linjer. Det vises til at det er et trekk ved nyere lovgivning som regulerer institusjoner på finansmarkedet at institusjonen selv skal fastsette interne retningslinjer på forskjellige områder av virksomheten. Etter verdipapirhandelloven følger dette av lovens § 9-1. Formålet er å sikre at institusjonen, og spesielt institusjonens ledelse, vurderer innholdet i og har fokus på bestemte forhold, som for eksempel risikokonflikt mellom foretaket og dets kunder. Interne retningslinjer skal fremlegges som en del av konsesjonssøknaden, og Kredittilsynet vil ved tilsyn normalt både gjennomgå og se nærmere på den konkrete oppfølging og overholdelse av disse.

I høringsnotatet vises det til at en adgang til å pålegge en institusjon å overholde egne retningslinjer vil kunne hindre at de fastsatte retningslinjer kun blir «papirbestemmelser» som bare tilsynelatende gir inntrykk av at institusjonen overholder retningslinjenes ulike krav til forsvarlig drift av virksomheten. Kredittilsynet har i dag bare hjemmel til å pålegge slik retting på verdipapirområdet, jf. verdipapirhandelloven § 12-4. I høringsnotatet foreslås derfor at det i kredittilsynsloven tas inn en generell hjemmel til å pålegge retting ved brudd på interne retningslinjer. Det understrekes at bestemmelsen bare foreslås å gjelde for den type interne retningslinjer som institusjonen etter lov eller forskrift er pålagt å fastsette.

For det tredje er det i høringsnotatet foreslått at det i kredittilsynsloven klargjøres at Kredittilsynet skal kunne gi pålegg for å hindre fremtidige overtredelser fra institusjonenes side. Etter gjeldende ordlyd i kredittilsynsloven § 4 nr. 8 må institusjonen ha «handlet eller forsømt seg» for at pålegg skal kunne ilegges. Ordlyden synes å forutsette at det må foreligge et allerede inntrådt brudd på lovgivning eller vedtekter. I Kredittilsynets praksis er det imidlertid lagt til grunn at Kredittilsynet også kan gi pålegg for å hindre fremtidige handlinger som etter Kredittilsynets oppfatning vil være i strid med lovgivning eller vedtekter, og Kredittilsynet har i flere tilfeller gitt pålegg for å hindre en mulig overtredelse av regelverket. Behovet for dette oppstår særlig der det kan være begrenset mulighet for å gjenopprette situasjonen etter at en eventuell overtredelse har skjedd, som for eksempel ved ulovlig utbetaling av utbytte til utlandet.

Det gis i høringsnotatet uttrykk for at et pålegg som gis for å hindre en fremtidig handling eller forsømmelse, i praksis bare vil kunne benyttes i situasjoner der det er konkret fare for at en bestemt handlemåte vil foretas.

Det vises i høringsnotatet til at alternativet til å gi et rettslig bindende pålegg, er at Kredittilsynet gir en uttalelse om at en vil oppfatte en bestemt handling for å være i strid med regelverket, og at en vil gi pålegg om retting dersom handlingen foretas. En slik uttalelse vil, i motsetning til et pålegg om retting, ikke være et enkeltvedtak som kan påklages av institusjonen. Av hensyn til mulig klagerett kan det derfor være ønskelig også for institusjonene at det gis et formelt pålegg fremfor en uttalelse i saken.

15.1.3.3 Høringsinstansenes merknader

Den norske Bankforening, Sparebankforeningen i Norge, Norges Fondsmeglerforbund, Norges Bank, Norsk Oppgjørssentral, Datatilsynet og Regjeringsadvokaten har uttalt seg om forslaget om at Kredittilsynet skal kunne gi pålegg om retting når institusjonen har handlet i strid med konsesjon eller interne ret-

ningslinjer fastsatt etter bestemmelser gitt i eller i medhold av lov. Samtlige har gitt uttrykk for at de er positive til forslagene. Den norske Bankforening uttaler at det kan være grunn til å overveie om vilkåret for pålegg om retting ved brudd på interne retningslinjer bør strammes ytterligere inn, slik at grunnlaget for pålegg om retting begrenses til interne retningslinjer fastsatt med hjemmel i lov. Brudd på interne retningslinjer fastsatt med hjemmel i forskrift vil da ikke gi grunnlag for pålegg om retting. Regjeringsadvokaten har en merknad til den tekniske utformingen av lovforslaget på dette punktet.

Norges Fondsmeglerforbund og *Sparebankforeningen i Norge* er skeptiske til forslaget om at Kredittilsynet skal kunne gi pålegg for å hindre fremtidige overtredelser. Norges Fondsmeglerforbund uttaler:

«Forbundet er noe skeptisk til forslaget om å gi adgang til å gi pålegg for å hindre fremtidige overtredelser. Bakgrunnen for dette er at det kan herske usikkerhet om den fremtidige utvikling av et forhold og derved også usikkerhet om den lovtolkning som lå til grunn for pålegget var riktig. Konsekvensen av et «uriktig» pålegg knyttet til en mulig fremtidig overtredelse, f.eks. ved stansning av en transaksjon, vil være av en helt annen karakter enn et pålegg knyttet til en allerede foretatt overtredelse. Vi tror at det i relasjon til slike mulige fremtidige overtredelser vil være bedre at Kredittilsynet overfor det aktuelle foretak gir uttrykk for sin oppfatning, eventuelt kombinert med et varsel om mulig pålegg. Dersom man, på tross av ovenstående innvendinger, vil fremme Kredittilsynets forslag bør det klart fremgå av forarbeidene, eventuelt av lovteksten, at hjemmelen kun skal benyttes i de tilfeller der det er hevet over tvil at den «varslede» handling vil innebære en slik overtredelse som kan sanksjoneres med pålegg om retting i ettertid.»

Sparebankforeningen i Norge uttaler:

«Vi har imidlertid både prinsipielle og praktiske betenkeligheter med at Kredittilsynet skal kunne gi pålegg for å hindre fremtidige handlemåter som er i strid med lov, vedtekter eller retningslinjer gitt i medhold av lov. Kredittilsynet begrunner forslaget med at tilsynet i praksis da kan gi pålegg for å forhindre fremtidige handlinger som etter tilsynets oppfatning vil være i strid med lov og forskrifter. Vårt utgangspunkt er at en institusjon ønsker å følge lover og forskrifter, og at en slik konflikt kun kan oppstå dersom Kredittilsynet har en annen fortolkning enn institusjonen. Det er prinsipielt betenkelig hvis Kredittilsynet med hjemmel i en slik påleggsrett påtar seg domstolens rolle som fortolker av lov og forskrifter.»

Den norske Bankforening og *Finansieringsselskapenes Forening* uttaler at det må være en forutsetning at hjemmelen bare skal tas i bruk når det er på det rene at handlingen er urettmessig. Bankforeningen uttaler:

«Det kan ikke være riktig å benytte pålegg i en situasjon hvor det rett nok foreligger uenighet mellom Kredittilsynet og en tilsynsenhet, men hvor spørsmålet om riktig lovførståelse kan være forbundet med forstandig tvil.»

15.1.3.4 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til Kredittilsynets forslag i høringsnotatet om at Kredittilsynet bør ha mulighet til å gi pålegg om retting ved brudd på conse-

sjonsvilkår. Adgangen til å sette vilkår ved konsesjon benyttes i en god del tilfeller i praksis. Konsesjonsvilkår kan være aktuelt når det er særskilte forhold ved den enkelte virksomhet som søker konsesjon, som det er behov for å hensynta ved å sette vilkår for konsesjonen. Dessuten gjør den raske utviklingen i finansmarkedet at lovgivningen i enkelte tilfeller vil kunne være i etterkant av utviklingen og ikke fullt ut tilpasset aktuelle forhold. Det vil da være behov for å kunne sette konsesjonsvilkår som supplerer lovgivningen. Departementet viser til at brudd på slike vilkår bør kunne følges opp med pålegg om retting fra Kredittilsynets side.

Departementet går videre inn for at brudd på interne retningslinjer skal kunne gi grunnlag for pålegg om retting fra Kredittilsynets side. Departementet slutter seg til forslaget i høringsnotatet om at dette bare skal gjelde for den type interne retningslinjer som institusjonen er pålagt å fastsette etter lov eller forskrift. Departementet viser til at det i dag er regler om fastsettelse av interne retningslinjer i verdipapirhandelloven § 9-1. Det antas at krav om at institusjonene skal fastsette interne retningslinjer vil få stadig større betydning i fremtidig lovgivning. For at Kredittilsynet skal kunne ha et effektivt middel mot manglende overholdelse av slike retningslinjer, anser departementet at det er behov for en hjemmel til å kunne gi pålegg om retting også i slike tilfelle.

Departementet viser til at det i høringsnotatet også er foreslått at Kredittilsynet skal kunne gi pålegg for å hindre fremtidige overtredelser. Både Sparebankforeningen i Norge og Norges Fondsmeglerforbund har uttrykt skepsis mot dette forslaget. Det vises blant annet til at det er betenkelig dersom Kredittilsynet skal kunne gi pålegg i en situasjon der det kan være tvil om tolkningen av regelverket. Den norske Bankforening og Finansieringsselskapenes Forening uttaler at det må være en forutsetning for å bruke hjemmelen at det er på det rene at handlingen vil være urettmessig.

Departementet ser det slik at en hjemmel til å gi pålegg for å hindre fremtidige handlinger bare vil kunne benyttes der det er rimelig klart at handlingen vil bli foretatt. Det kan vanskelig tenkes at dette vil være tilfelle uten at Kredittilsynet har vært i kontakt med institusjonen og fått opplysninger om hva institusjonen har planer om. Dersom Kredittilsynet anser at handlingen, dersom den foretas, vil innebære en overtredelse av regelverket, vil det etter departementets syn være naturlig at Kredittilsynet går i dialog med institusjonen om dette. Departementet legger til grunn at en institusjon neppe vil velge å foreta handlingen dersom det er åpenbart eller overveiende sannsynlig at den innebærer et brudd på regelverket. Departementet ser det derfor slik at spørsmålet om Kredittilsynet skal gi pålegg for å hindre en fremtidig handling, i praksis bare vil oppstå der det er rimelig tvil om hvordan regelverket skal forstås, og hvor institusjonen og Kredittilsynet har forskjellig syn på hva som er riktig forståelse. I en slik situasjon vil det etter departementets syn være prinsipielt uheldig om det skal kunne gis bindende pålegg før handlingen er foretatt.

Departementet kan ikke slutte seg til synspunktet som Kredittilsynet har gitt uttrykk for i høringsnotatet, om at det av hensyn til institusjonens klagerett er en fordel at det gis et bindende pålegg fremfor at Kredittilsynet gir en ikke bindende uttalelse om sin forståelse av regelverket. Dersom det ikke gis noe bindende pålegg i forkant av handlingen, vil det være opp til institusjonen å vurdere om den vil gjennomføre handlingen eller ikke. Institusjonen vil uan-

sett ha klagerett dersom den velger å utføre handlingen, og Kredittilsynet deretter ilegger sanksjoner.

Departementet finner på denne bakgrunn at spørsmålet om mulige overtredelser knyttet til institusjonenes fremtidige handlinger, mest hensiktsmessig vil kunne håndteres ved at Kredittilsynet gir uttalelse om sin forståelse av regelverket og eventuelt varsel om at pålegg om retting vil bli gitt dersom handlingen utføres, uten at det gis pålegg i forkant av handlingen. Departementet fremmer etter dette ikke forslag om at Kredittilsynet kan gi pålegg for å hindre fremtidige handlinger.

Departementet viser til at Den norske Bankforening i sin høringsuttalelse har reist spørsmål om utferdigelse av pålegg overfor selskaper som inngår i finanskonsern. Bankforeningen har bedt om at det overveies å utferdige en regel som sikrer at morselskapets ledelse skal varsles før Kredittilsynet utferdiger rettingspålegg overfor et datterselskap innenfor konsernet. Departementet viser til at det må være datterselskapets ansvar å holde morselskapet informert om dette. Det er etter departementets vurdering unødvendig å lovfeste en slik varslingsregel overfor morselskapet.

15.1.4 Institusjonenes opplysningsplikt

15.1.4.1 Gjeldende rett

Institusjonenes opplysningsplikt overfor Kredittilsynet fremgår i hovedsak av kredittilsynsloven § 3 annet ledd og § 4 første ledd nr. 3. Etter § 3 annet ledd kan Kredittilsynet «granske regnskaper og andre oppgaver fra institusjonene» samt «gjøre de undersøkelser om deres stilling og virksomhet som tilsynet finner nødvendig». Institusjonene plikter «når som helst å la tilsynet få gå gjennom institusjonens protokoller, registrerte regnskapsopplysninger, regnskapsmateriale, bøker, dokumenter og beholdninger av enhver art og gi alle opplysninger som tilsynet måtte kreve». Etter § 4 første ledd nr. 3 kan Kredittilsynet pålegge institusjoner under tilsyn «å sende inn andre oppgaver og opplysninger som tilsynet mener det trenger for å utføre sitt verv». Bestemmelsen anvendes blant annet som hjemmel for å pålegge institusjonene periodiske rapporteringer til Kredittilsynet i forbindelse med det dokumentbaserte tilsynet.

15.1.4.2 Høringsnotatet

I høringsnotatet foreslås for det første at kredittilsynsloven § 3 annet ledd presiseres slik at det klarere fremgår hva slags opplysninger som omfattes av institusjonenes opplysningsplikt, særlig med henblikk på elektronisk lagret informasjon. Videre foreslås at det i samme bestemmelse presiseres at Kredittilsynet kan kreve materiale som omfattes av opplysningsplikten utlevert for kontroll. Endelig foreslås at Kredittilsynet skal kunne bestemme på hvilken måte opplysningene fra institusjonene skal gis. Dette vil blant annet gi Kredittilsynet hjemmel til å kreve elektronisk rapportering.

Det er i høringsnotatet vist til at ordlyden i kredittilsynsloven § 3 annet ledd har vært uendret siden lovens vedtakelse. Etter ordlyden kan Kredittilsynet gå gjennom institusjonenes protokoller, registrerte regnskapsopplysninger, regnskapsmateriale, bøker, dokumenter og beholdninger av enhver art. Ordlyden synes ikke å stille opp begrensninger i hva det kan kreves innsyn i.

Kredittilsynet har praktisert bestemmelsen slik at den omfatter alt som måtte foreligge av skriftlig dokumentasjon, elektronisk lagret materiale og opplysninger som finnes på andre tekniske hjelpemidler som lydbånd og video. Det vises i høringsnotatet til at det vil være en fordel om det i lovens ordlyd presiseres klarere hvilket materiale som er omfattet av opplysningsplikten. Dette vil bidra til å tydeliggjøre institusjonenes plikter. I høringsnotatet foreslås det derfor at kredittilsynsloven § 3 annet ledd presiseres slik at opplysningsplikten også omfatter informasjon lagret på nye typer medier.

Videre er det i høringsnotatet foreslått en klargjøring av at Kredittilsynet kan kreve materiale som er omfattet av opplysningsplikten utlevert for kontroll. Etter kredittilsynsloven § 3 annet ledd plikter institusjonene å la Kredittilsynet «få gå gjennom» materialet og å «gi alle opplysninger som tilsynet måtte kreve». Etter lovens § 4 første ledd nr. 3 kan institusjonene pålegges å «sende inn andre oppgaver og opplysninger». Det er etter disse bestemmelsene uklart om materialet kan kreves utlevert for kontroll.

I høringsnotatet vises det til at Kredittilsynet i noen tilfeller har behov for å kunne kreve materiale eller kopier av dette midlertidig utlevert for nærmere granskning. Dette gjelder både skriftlig materiale og for eksempel lydbånd. Det vises til at det på to av tilsynsområdene er egne hjemler for å kunne kreve utlevert materiale til kontroll. Dette gjelder verdipapirhandelloven og eiendomsmeglingsloven. Det vises til verdipapirhandelloven § 12-2 og eiendomsmeglingsloven § 2-7. Muligheten til å få aktuelt materiale utlevert vil i mange tilfeller være arbeidsbesparende i tilsynsarbeidet, fordi en slipper tidkrevende kopiering av dokumenter eller nedtegning av referater. Det foreslås derfor en tilføyelse i kredittilsynsloven § 3 annet ledd slik at det presiseres at Kredittilsynet kan kreve materiale utlevert for kontroll.

Det foreslås i høringsnotatet at Kredittilsynet skal kunne stille krav om på hvilken måte rapportering fra institusjonene skal skje. Etter kredittilsynsloven § 3 annet ledd og § 4 første ledd nr. 2 og 3 kan Kredittilsynet pålegge institusjonene å gi eller sende inn opplysninger. Loven sier ikke noe om på hvilken måte innrapporteringen skal skje. I praksis har Kredittilsynet behov for å kunne kreve opplysninger både skriftlig og muntlig, og det har ikke vært ansett tvilsomt at Kredittilsynet i denne henseende kan avgjøre hvordan opplysningene skal gis. Spørsmålet er hvor langt en kan gå i å stille bestemte krav til på hvilken måte opplysninger skal gis og rapportering skal skje. Det er i høringsnotatet vist til at dette særlig gjør seg gjeldende med tanke på elektronisk rapportering.

I høringsnotatet vises det til at de fleste institusjoner under tilsyn i dag baserer seg på bruk av data, og at det derfor i utgangspunktet ikke vil være særlig byrdefullt for institusjonene å bli pålagt elektronisk rapportering. Det vises til at elektronisk rapportering vil effektivisere tilsynsarbeidet fordi en slipper mye arbeid med registrering av innkomne oppgaver. Ressursene kan da i større grad brukes i analysearbeidet. I praksis er elektronisk rapportering i dag gjennomført frivillig når Kredittilsynet har bedt om det. Dersom institusjoner har hatt særlige problemer med å innrette seg slik Kredittilsynet har bedt om, har det vært lagt vekt på å komme frem til fleksible løsninger. Det er i høringsnotatet foreslått en hjemmel som klargjør at Kredittilsynet kan

pålegge institusjonene å sende inn oppgaver og opplysninger på den måten Kredittilsynet bestemmer.

15.1.4.3 Høringsinstansenes merknader

Forslaget om at Kredittilsynet skal kunne kreve utlevert materiale for kontroll, er kommentert av *Norsk Oppgjørssentral*, *Norges Fondsmeglerforbund* og *Norges Autoriserte Regnskapsføreres Forening*. Norsk Oppgjørssentral viser til at utlevering av blant annet datamaskiner synes å gå noe videre enn det som er forsvarlig. Videre uttales blant annet:

«I tillegg til at teksten etter vår oppfatning favner noe for vidt, er den heller ikke helt presis. Vi antar at Kredittilsynet ønsker tilgang til elektronisk lagret informasjon. Dette samsvarer ikke nødvendigvis med at informasjonen er lagret på datamaskinen. Denne distinksjonen kommer greit fram i teksten i konkurranseloven, der behovet for å få tilgang til datamaskinen begrunnes med at den skal benyttes for å få tilgang til informasjon som krever bruk av datamaskin. En rekke av de forhold Kredittilsynet vil ønske å få innsyn i vil fordre at institusjonen «pakker opp» elektronisk lagret informasjon fra CD-rom og lignende media. Behovet for datamaskinen vil være begrenset til å benytte den programvaren som ligger på maskinen for å kunne få tilgang på elektronisk lagret informasjon. Dette krever ikke på noen måte at Kredittilsynet får datamaskinen utlevert til kontroll.»

Norges Fondsmeglerforbund stiller seg i utgangspunktet positiv til at plikten til utlevering klargjøres. Forbundet uttaler videre:

«Vi er dog av den oppfatning at det klart bør fremgå at det utleverte materiale tilbakeleveres så snart som mulig. Vi savner her en noe bredere drøftelse av de problemer utleveringsplikten reiser i forholdet mellom forvaltningsloven § 13 b nr 6 og f eks straffeprosesslovens kapittel 15 og 16. Det kan synes som om forvaltningsloven regulerer en viss begrenset overlevering av opplysninger, mens omfanget og detaljgraden av de opplysninger Kredittilsynet erverver gjennom de foreslåtte regler er av en helt annen karakter. Det vil være lite tilfredsstillende om man via utleveringsplikten overfor Kredittilsynet kan komme i den situasjon at opplysninger overgis til påtalemyndigheten uten at dette er vurdert og behandlet i samsvar med de straffeprosessuelle regler.»

Norges Autoriserte Regnskapsføreres Forening peker på at et utleveringspålegg kan få store konsekvenser for mindre bedrifter, for eksempel et enkeltmanns regnskapsbyrå.

Mange høringsinstanser har uttalt seg til forslaget om krav til elektronisk rapportering. Forslaget støttes av *Norsk Oppgjørssentral*, *Statistisk Sentralbyrå*, *Norges Fondsmeglerforbund*, *Norges Autoriserte Regnskapsføreres Forening* og *Norges Bank*.

Sparebankforeningen i Norge uttaler at de har betenkeligheter med at Kredittilsynet fritt skal kunne forlange på hvilken måte rapporteringen skal skje. Det vises til at Kredittilsynet med en slik bestemmelse kan innføre krav om rapporteringsformer som medfører at den enkelte institusjon må foreta nye og omfattende installasjoner. På den annen side vises det til at det er all grunn til å tro at institusjonene også i fremtiden vil rapportere på den måten Kredittilsy-

net ønsker. Det vises til at tilsynet må avklare dette i dialog med institusjonene.

Også *Norges Eiendomsmeglerforbund* forutsetter at krav til måten opplysningene innsendes på blir tilpasset det teknologiske nivået i den bransje det gjelder. *Datatilsynet* understreker at valg av rapporteringsmetode må tilfredsstille de til enhver tid gjeldende sikkerhetsvilkår. Rapporteringsmetoder må aldri fremtvinge usikre tekniske løsninger hos institusjonene.

15.1.4.4 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til vurderingen i høringsnotatet om at det er behov for en opprydding i bestemmelsene om opplysningsplikt i kredittilsynsloven. Bestemmelsene om opplysningsplikt i kredittilsynsloven er dels gitt i § 3 annet ledd og dels i § 4 første ledd nr. 3. Det vises til redegjørelsen for dette i punkt 15.1.4.1.

Departementet viser til at ordlyden i kredittilsynsloven § 3 annet ledd annet punktum i dag er svært vid, ved at «dokumenter og beholdninger av enhver art» omfattes av opplysningsplikten. I praksis må ordlyden antas å omfatte alt av skriftlig dokumentasjon og dokumentasjon som er lagret elektronisk eller finnes på andre tekniske hjelpemidler, som lydbånd og video. Departementet er likevel enig med Kredittilsynet i at det kan være hensiktsmessig at dette i større grad klargjøres i lovteksten.

Departementet viser til at Norsk Oppgjørssentral har påpekt at elektronisk lagret informasjon ikke nødvendigvis er lagret på selve datamaskinen, men vil kunne «pakkes opp» ved bruk av maskinen. Det vises til at en ved utformingen av lovteksten bør bygge på bestemmelsen i konkurranseloven § 6-1 tredje ledd, hvor denne distinksjonen kommer klart frem. Departementet er enig i at det i samsvar med formuleringen i konkurranseloven bør presiseres i kredittilsynsloven § 3 annet ledd annet punktum at opplysningsplikten gjelder materiale som er tilgjengelig ved bruk av datamaskin eller annet teknisk hjelpemiddel. Dette vil både omfatte materiale som er lagret på datamaskin eller annet teknisk hjelpemiddel, og materiale som kan hentes frem ved bruk av slike hjelpemidler.

I høringsnotatet er det videre foreslått å presisere at Kredittilsynet kan kreve materiale som omfattes av opplysningsplikten utlevert for kontroll. Norges Fondsmeglerforbund har i tilknytning til dette forslaget etterlyst en mer prinsipiell vurdering av forholdet mellom forvaltningslovens og straffeprosesslovens regler. Det vises til at det vil være betenkelig om Kredittilsynet ved en eventuell anmeldelse av straffbare forhold, kan overlevere til påtalemyndigheten materiale de har fått utlevert fra institusjonen, uten at dette er vurdert og behandlet etter straffeprosesslovens regler.

Departementet viser til at materiale som Kredittilsynet vil få utlevert til kontroll med hjemmel i kredittilsynsloven, vil kunne være undergitt reglene om taushetsplikt i kredittilsynsloven og forvaltningsloven. Etter forvaltningsloven § 13 b nr. 6 er taushetsplikt likevel ikke til hinder for at forvaltningsorganet «anmelder eller gir opplysninger om lovbrudd til påtalemyndigheten eller vedkommende kontrollmyndighet, når det finnes ønskelig av allmenne omsyn eller forfølging av lovbruddet har naturlig sammenheng med avgiverorganets oppgaver». Det er i juridisk teori uttalt at adgangen til å anmelde et

forhold også vil gi adgang til å stille til rådighet de opplysninger som foreligger og som belyser spørsmålet om straffeskyld og behovet for påtale (Frihagen - taushetsplikt etter forvaltningsloven. Bergen 1979). I lovforarbeidene er det imidlertid understreket at forvaltningsorganet ikke uten videre kan sende påtalemyndigheten alle dokumenter i saken. Det må trekke ut de opplysninger og dokumenter som tjener til å belyse spørsmålet som nevnt foran. Se Ot.prp. nr. 3 (1976-77) side 154.

Departementet viser til at forslaget om hjemmel for Kredittilsynet til å kreve utlevering av materiale, ikke stiller Kredittilsynets adgang til å overlevere opplysninger til påtalemyndigheten i noen annen stilling enn tidligere. Dersom tilsynsarbeidet avdekker forhold som gjør det påkrevet å bringe saken inn for påtalemyndigheten, vil spørsmålet om Kredittilsynet i denne forbindelse kan gi opplysninger, bero på forvaltningsloven § 13 b nr. 6 på samme måte som for de opplysninger Kredittilsynet i dag innhenter. Forslaget om at institusjonene skal ha plikt til å utlevere materiale vil ikke utvide Kredittilsynets tilgang til opplysninger fra institusjonene i forhold til i dag. Etter kredittilsynsloven § 3 annet ledd kan Kredittilsynet i dag kreve å «få gå gjennom» alt materiale som er omfattet av institusjonenes opplysningsplikt.

Flere høringsinstanser har gitt uttrykk for at det må være en forutsetning for utleveringen at det utleverte materiale blir tilbakelevert snarest mulig. Departementet er enig i dette. Norsk Oppgjørssentral har dessuten reist spørsmål ved om det i tilknytning til materiale som er lagret i elektronisk form, er nødvendig at Kredittilsynet får utlevert selve datamaskinen. Det vises til at det vesentlige må være at Kredittilsynet gis tilgang til maskinen, slik at en kan benytte den programvaren som ligger på maskinen for å få tilgang til elektronisk lagret informasjon. Departementet er enig i at det i de fleste tilfeller antagelig vil være mest praktisk at datamaskiner mv. ikke fjernes fra institusjonens lokaler, men at en kun benytter maskinen til å hente ut informasjonen som enten er lagret elektronisk i maskinen eller kan hentes ut ved bruk av maskinen. Departementet mener likevel at dette er en vurdering som bør tas av Kredittilsynet i hvert enkelt tilfelle. Det kan for eksempel være at en av hensyn til at materiale ikke skal bli ødelagt eller fjernet, vil finne det sikrest å ta maskinene med seg.

Departementet foreslår etter dette at Kredittilsynet gis hjemmel til å kreve utlevert til kontroll materiale som er omfattet av opplysningsplikten etter kredittilsynsloven § 3 annet ledd.

Departementet slutter seg videre til forslaget i høringsnotatet om at Kredittilsynet skal kunne pålegge institusjonene å sende inn oppgaver og opplysninger på den måten Kredittilsynet bestemmer. Ut fra hensynet til et effektivt tilsyn vil det i denne sammenheng for eksempel kunne settes krav om elektronisk rapportering. Departementet viser til at Kredittilsynet må påse at hensynet til sikre tekniske løsninger står sentralt ved valg av rapporteringsmetoder. Dette er også understreket av Datatilsynet. Videre må Kredittilsynet ta hensyn til at institusjonene kan ha forskjellig nivå på sitt IT-utstyr, og at en form for rapportering som er uproblematisk for enkelte institusjoner vil være byrdefull for andre. Kredittilsynet må her legge vekt på å vise fleksibilitet og å finne løsninger som er teknisk gjennomførbare.

15.1.5 Andre endringer i kredittilsynsloven § 4

15.1.5.1 Gjeldende rett

I kredittilsynsloven § 4 første ledd nr. 1 - 9 stilles opp de ulike pålegg Kredittilsynet har til rådighet overfor de institusjoner det har tilsyn med. Bestemmelsen gir Kredittilsynet hjemmel til blant annet å pålegge institusjonene å innrette sin revisjon etter de regler Kredittilsynet fastsetter, å sende inn regnskapsopplysninger og andre opplysninger, å ha høyere ansvarlig kapital enn de lovbestemte minstekrav, å rette på forhold dersom institusjonen har handlet eller forsømt seg i strid med sine plikter og å rette på misforhold i plasseringen av institusjonens midler. Det har kun vært foretatt mindre endringer i bestemmelsen siden lovens vedtakelse i 1956. Ved vedtakelsen av lov 10. juni 1988 nr. 40 om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner og ved vedtakelsen av lov 17. juli 1998 nr. 56 om årsregnskap mv. ble det foretatt enkelte endringer i bestemmelsen.

15.1.5.2 Høringsnotatet

I høringsnotatet foreslås en redaksjonell opprydding i kredittilsynsloven § 4. Det foreslås at Kredittilsynets adgang til å gi nærmere bestemmelser om krav til gjennomføring og dokumentasjon av den interne kontroll i institusjonene fremgår som et eget punkt i bestemmelsen. Det foreslås videre en sammenføring av bestemmelsens nr. 2 og 3, som begge gir Kredittilsynet hjemmel til å pålegge institusjonene å sende inn oppgaver og opplysninger. Det foreslås også å oppheve bestemmelsens nr. 4 som gir Kredittilsynet hjemmel til å pålegge institusjonene å følge en bestemt type forskrifter om innskuddsbevis m.m.

Det vises i høringsnotatet til at forslaget om at Kredittilsynet skal kunne gi nærmere bestemmelser om krav til gjennomføring og dokumentasjon av den interne kontroll, må ses i sammenheng med at Kredittilsynet etter kredittilsynsloven § 3 skal «se til at de institusjoner det har tilsyn med virker på hensiktsmessig og betryggende måte». I denne sammenheng er det en viktig oppgave å fokusere på foretakenes interne kontroll. Det vises i høringsnotatet til at tilsynserfaring har vist at det er klar sammenheng mellom den internkontroll som utøves i institusjonene og kvaliteten på virksomheten. Manglende styring og kontroll fra ledelsens side resulterer i hyppigere kritikkverdige forhold i det arbeid som utøves.

Kredittilsynet har med hjemmel i kredittilsynsloven § 4 vedtatt forskrift av 20. juni 1997 nr. 1057 om klargjøring av kontrollansvar, dokumentasjon og bekreftelse av den interne kontroll (internkontrollforskriften). Forskriften gjelder for banker, livs- og skadeforsikringsselskaper, verdipapirforetak, forvaltningsselskaper for verdipapirfond, Verdipapirsentralen og Norsk Oppgjørssentral. Den gjelder ikke for finansieringsforetak, eiendomsmeglerforetak og inkassoforetak. Det er i høringsnotatet vist til at Kredittilsynet, ut fra den sentrale betydning kravet til institusjonenes internkontroll har, bør ha adgang til å gi nærmere bestemmelser om kravene til gjennomføring og dokumentasjon av den interne kontroll. Det foreslås derfor tatt inn et nytt punkt i kredittilsynsloven § 4 om at institusjonene kan pålegges å innrette internkontrollen etter de bestemmelser som tilsynet fastsetter.

Videre foreslås i høringsnotatet at kredittilsynsloven § 4 første ledd nr. 2 og 3 slås sammen. Det vises til at kredittilsynsloven § 4 første ledd nr. 2 gir Kredittilsynet hjemmel til å pålegge institusjonene å sende inn forskjellige typer oppgaver og gi nødvendige opplysninger for utarbeidelse av statistikk. Etter lovens § 4 første ledd nr. 3 kan institusjonene pålegges å sende inn andre oppgaver og opplysninger som tilsynet mener det trenger for å kunne utføre sitt verv. I høringsnotatet er det vist til at det ikke er behov for at det i samme paragraf stilles opp regler om opplysningsplikt i to ulike punkter. Det foreslås derfor at nr. 2 oppheves. Forslaget om et eget punkt vedrørende internkontroll foreslås tatt inn som nytt nr. 2. Samtidig foreslås nr. 3 presisert slik at det ikke skal være tvil om at tilsynet fortsatt kan pålegge institusjonene opplysningsplikt ut fra statistiske formål.

I høringsnotatet foreslås videre en opphevelse av kredittilsynsloven § 4 første ledd nr. 4. Det vises til at denne bestemmelsen gir Kredittilsynet hjemmel til å pålegge institusjonene å følge forskrifter om formen for og innholdet av innskuddsbevis, innskuddsbøker (kontrabøker) og andre legitimasjoner for innlån. Denne type forskrifter er gitt med hjemmel i forretningsbankloven. Pålegg om å følge eksisterende forskrifter vil kunne gis som pålegg om retting etter kredittilsynsloven § 4 første ledd nr. 8, som blant annet omfatter handlinger og forsømmelser i strid med forskrifter. Det foreslås på denne bakgrunn at kredittilsynsloven § 4 første ledd nr. 4 oppheves.

15.1.5.3 Høringsinstansenes merknader

Både *Sparebankforeningen i Norge*, *Den norske Bankforening* og *Norges Fondsmeglerforbund* gir uttrykk for at forslaget om at institusjonene kan pålegges å innrette internkontrollen etter de bestemmelser som Kredittilsynet fastsetter, må utarbeides slik at en ikke rokker ved ansvarsdelingen mellom Kredittilsynet og institusjonene. Norges Fondsmeglerforbund uttaler:

«Forbundet er enig i at kompetansen til å gi slike regler klarlegges gjennom en lovhjemmel. Kredittilsynets forslag og dets begrunnelse synes dog å gå noe videre enn det man har lagt til grunn for gjeldende regulering ved at de foreslåtte bestemmelser synes å åpne for mer detaljert regulering av hvordan internkontrollen faktisk skal organiseres og gjennomføres. Dette er etter vår oppfatning å gå for langt fordi det skaper uklarhet i forholdet til foretakets og dets organers ansvar. Man kan da oppleve den situasjon at regelverket bidrar til ansvarspulverisering fremfor det motsatte f.eks i tilfelle der et foretak har fulgt detaljerte forskriftskrav som i ettertid ikke viser seg tilstrekkelige.»

Også Sparebankforeningen i Norge viser til at det vil være uheldig dersom Kredittilsynet skal kunne gripe inn med egne bestemmelser for internkontroll i den enkelte institusjon. Det foreslås en presisering av lovteksten slik at institusjonene pålegges «å innrette sin internkontroll i samsvar med forskrifter utarbeidet av tilsynet». Den norske Bankforening påpeker at det ikke vil være riktig at Kredittilsynet gis en mer vidtgående adgang til å fastsette regler om det konkrete innholdet i internkontrollen, idet dette klart hører inn under institusjonsledelsens ansvar.

Ingen av høringsinstansene har hatt merknader til forslagene om sammenslåing av kredittilsynsloven § 4 første ledd nr. 2 og 3, og om opphevelse av samme lovs § 4 første ledd nr. 4.

15.1.5.4 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til forslaget i høringsnotatet om at det bør gis en klar hjemmel for Kredittilsynet til å kunne gi tilsynsenhetene pålegg om å innrette sin internkontroll i samsvar med forskrifter utarbeidet av Kredittilsynet. Forslaget vil også innebære at Kredittilsynet gis en klar hjemmel til å fastsette forskrifter om hvordan internkontrollen skal innrettes.

Flere høringsinstanser har påpekt at ansvaret for internkontrollen hører under institusjonens ledelse. En for vidtgående adgang for Kredittilsynet til å fastsette bestemmelser om innholdet i internkontrollen, vil lett kunne gripe inn i ledelsens ansvarsområde. Norges Fondsmeglerforbund har vist til at dette kan bidra til ansvarspulverisering. Departementet viser til at forslaget om at Kredittilsynet skal kunne gi forskrifter om hvordan internkontrollen skal innrettes, innebærer at Kredittilsynet i forskrift kan gi nærmere regler om hvordan den interne kontroll skal gjennomføres, hvordan rapportering skal skje, hvilken dokumentasjon som kreves mv. Hensikten med slike regler er å sikre at institusjonene har rutiner som legger til rette for at internkontrollen kan ivaretas på en forsvarlig måte. Det nærmere innhold av internkontrollen er institusjonsledelsens ansvar, og det er ikke forutsetningen at Kredittilsynet skal gi bestemmelser om dette.

Departementet foreslår videre at kredittilsynsloven § 4 første ledd nr. 2 og 3 slås sammen, slik at hjemmelen til å kreve oppgaver og opplysninger følger av ett punkt i § 4. Forslaget medfører ingen endringer i innholdet av opplysningsplikten, men gir en ryddigere utforming av bestemmelsen. For at det ikke skal være noen tvil om at Kredittilsynet fortsatt skal kunne pålegge institusjonene opplysningsplikt ut fra statistiske formål, foreslås dette presisert i § 4 første ledd nr. 3.

Departementet foreslår også å oppheve kredittilsynsloven § 4 første ledd nr. 4. Som det er redegjort for i høringsnotatet, kan bestemmelsen ikke ses å ha selvstendig betydning. Det vises til at bestemmelsen gir hjemmel til å gi pålegg om å følge eksisterende forskrifter, noe som vil kunne gis som pålegg om retting etter kredittilsynsloven § 4 første ledd nr. 8.

15.1.6 Sanksjoner ved manglende oppfølging av Kredittilsynets pålegg

15.1.6.1 Gjeldende rett

Det følger av kredittilsynsloven § 10 første ledd at manglende oppfyllelse av pålegg gitt med hjemmel i kredittilsynsloven er sanksjonert med straff. Det følger av ordlyden at manglende oppfyllelse av pålegg gitt med hjemmel i annen lov enn kredittilsynsloven ikke omfattes av straffebestemmelsen. I disse tilfellene er det straffebestemmelsene i vedkommende særlov som gjelder.

Etter kredittilsynsloven § 10 annet ledd kan Kredittilsynet ilegge personer eller institusjoner en daglig løpende mulkt dersom pålegg av tilsynet ikke blir etterkommet. Det er ikke som i første ledd om straff presisert at det må dreie seg om pålegg gitt med hjemmel i kredittilsynsloven. I Kredittilsynets praksis har en lagt til grunn at dagmulkt kan ilegges både som følge av manglende oppfyllelse av pålegg gitt med hjemmel i kredittilsynsloven og pålegg gitt med hjemmel i særlov.

15.1.6.2 Høringsnotatet

Det er i høringsnotatet vist til at Kredittilsynet har oppfattet og praktisert kredittilsynsloven § 10 annet ledd slik at dagmulkt kan ilegges både ved manglende oppfyllelse av pålegg gitt med hjemmel i kredittilsynsloven og pålegg gitt med hjemmel i annen lov. I juridisk litteratur er det imidlertid hevdet at det også i forhold til dagmulkt etter § 10 annet ledd må dreie seg om et pålegg hjemlet i kredittilsynsloven. Det vises til Karnov - norsk kommentert lovsamling (1996-utgaven). På denne bakgrunn er det i høringsnotatet foreslått at det i kredittilsynsloven § 10 annet ledd presiseres at det kan ilegges dagmulkt også ved manglende oppfyllelse av pålegg gitt med hjemmel i en særlov. Det vises til at reguleringen av en slik sanksjon bør tas inn i kredittilsynsloven, som er den lov som generelt regulerer de virkemidler Kredittilsynet kan benytte i tilsynsarbeidet.

15.1.6.3 Høringsinstansenes merknader

Norges Bank og *Sparebankforeningen i Norge* gir uttrykk for at de støtter forslaget i høringsnotatet. *Næringslivets Hovedorganisasjon* foreslår at påleggsbestemmelsene inntas i de enkelte særlover og ikke direkte i kredittilsynsloven. Ved dette sikrer en at behovet for og omfanget av påleggskompetansen blir vurdert opp mot den enkelte særlov.

De øvrige høringsinstansene har ikke kommentert forslaget særskilt.

15.1.6.4 Departementets vurdering

Departementet er enig med Kredittilsynet i at det bør presiseres i kredittilsynsloven § 10 annet ledd at dagmulkt kan ilegges også ved manglende oppfyllelse av pålegg gitt av Kredittilsynet med hjemmel i en særlov. Dette er i samsvar med slik bestemmelsen har vært praktisert, men uten at dette eksplisitt er kommet til uttrykk i loven.

Departementet ser ikke behov for at spørsmålet om hvorvidt Kredittilsynet skal gis kompetanse til å ilegge dagmulkt vurderes i forhold til hver enkelt særlov. Grunnlaget for ileggelse av dagmulkt er at institusjonene ikke har etterkommet pålegg gitt av Kredittilsynet for handlinger eller forsømmelser i strid med regelverket for vedkommende institusjon. Før institusjonen ilegges dagmulkt skal det gis forhåndsvarsel etter forvaltningsloven § 16. Departementet kan ikke se at det vil være urimelig overfor institusjonene at Kredittilsynet gis hjemmel til å følge opp sine pålegg både med hjemmel i kredittilsynsloven og i særlov med ileggelse av dagmulkt, dersom pålegget ikke blir etterkommet. Det foreslås derfor at det i kredittilsynsloven § 10 annet ledd presiseres at dagmulkt kan ilegges ved manglende oppfyllelse av pålegg med hjemmel i bestemmelse gitt i eller i medhold av lov. Dette vil både omfatte pålegg med hjemmel i kredittilsynsloven og i annen lov.

15.2 Adgang for ansatte i offentlige fond og offentlige institusjoner som driver investeringsvirksomhet til å være medlem i bedriftsforsamlinger - forslag om endring av verdipapirhandelloven § 2a-4

15.2.1 Gjeldende rett

Verdipapirhandelloven kapittel 2a trådte i kraft 1. september 1999. Kapittelet omhandler adgangen ansatte i visse foretak har til å foreta egenhandel. Bestemmelsene gjelder i henhold til § 2a-1 for ansatte i blant annet verdipapirforetak, forvaltningsselskaper for verdipapirfond, finansinstitusjoner, foretak som inngår i finanskonsern med unntak av eiendomsselskaper og inkassoselskaper og pensjonskasser, som normalt har innsyn i eller arbeider med investeringstjenester eller forvaltning av finansielle instrumenter for foretaket eller foretakets kunders regning. Kapittel 2a gjelder også for Norges Kommunalbank, Statens Nærings- og distriktsutviklingsfond, Husbanken, Folketrygdfondet, Norges Bank, Statens Bankinvesteringsfond og Statens Banksikringsfond, jf. § 2a-1 første ledd nr. 6.

I tillegg til regler om ansattes egenhandel inneholder verdipapirhandelloven kapittel 2a regler om krav til ansattes habilitet ved investeringsbeslutninger i arbeidsgiverforetaket. Etter verdipapirhandelloven § 2a-4 første punktum må ansatte ikke delta i beslutninger i arbeidsgiverforetaket om kjøp, salg eller tegning av finansielle instrumenter som er utstedt av et selskap som vedkommende leder, eller har en ledende stilling i, eller hvor vedkommende er medlem av styret eller bedriftsforsamlingen.

15.2.2 Bakgrunn for lovforslaget

Departementets forslag til anvendelsesområde for kapittel 2a omfattet ikke ansatte i offentlige fond og offentlige institusjoner. Ved Stortingets behandling av lovforslaget ble anvendelsesområdet til kapittel 2a utvidet til å omfatte ansatte i Norges Kommunalbank, SND, Husbanken, Folketrygdfondet, Norges Bank, Statens Bankinvesteringsfond og Statens Banksikringsfond. Folketrygdfondet har i brev av 5. oktober 1999 til departementet pekt på at endringen i § 2a-6 som ble foretatt ved stortingsbehandlingen begrenser Folketrygdfondets mulighet til å sitte i bedriftsforsamlingen i selskaper hvor fondet eier aksjer. Folketrygdfondet anser dette som uheldig og uttaler:

«En antar at denne konsekvens ikke har vært tilsiktet, og muligens heller ikke overskuet, da det under stortingsbehandlingen ble vurdert å inkludere navngitte statlige finansinstitusjoner i § 2a-1 med det siktemål å oppnå at lovens bestemmelser om ansattes egenhandel også skulle gjelde for ansatte i disse institusjoner.

En vil i denne forbindelse vise til at FTF siden 1992 har hatt adgang til å delta i bedriftsforsamling og tilsvarende organer i de selskaper hvor fondet har investert i aksjer og grunnfondsbevis. (...) Så vidt en er kjent med, har det i Stortinget ikke vært reist innsigelser mot at Folketrygdfondet skulle kunne delta i bedriftsforsamlinger og representantskap/forstanderskap.»

Folketrygdfondet viser til at det var en forutsetning for fondets økede adgang til å investere i aksjer i 1991 at fondet ikke skulle kunne delta i styret i selskaper hvor fondet eier aksjer.

15.2.3 Departementets vurdering

Departementet viser til at endringen som ble foretatt gjennom stortingsbehandlingen av § 2a-4 førte til at det ble vedtatt en begrensning i Folketrygdfondets adgang til å delta i bedriftsforsamlinger i selskaper hvor fondet eier aksjer. Departementet antar at dette ikke nødvendigvis var en tilsiktet konsekvens av den nevnte endring, men at hovedsiktemålet med denne var å underlegge ansatte i foretak som nevnt i verdipapirhandelloven § 2a-1 første ledd de samme regler for egenhandel som ansatte i de øvrige foretak nevnt i § 2a-1 første ledd.

§ 2a-4 avskjærer ansatte i Folketrygdfondet som deltar i investeringsbeslutninger i et selskap fra å sitte i bedriftsforsamlingen til dette selskapet. Folketrygdfondet er en relativt liten organisasjon, det er vanskelig å praktisere et tett skille mellom de som fastsetter investeringsbeslutninger og øvrige ansatte som kunne være aktuelle som medlemmer i en bedriftsforsamling. Bestemmelsen innebærer således i praksis at Folketrygdfondet helt blir avskåret fra å delta i bedriftsforsamlinger. Folketrygdfondet vil derfor ikke ha samme tilgang på informasjon til å ivareta sine aksjonærinteresser på lik linje med andre aksjonærer. Departementet antar at muligheten for Folketrygdfondet til å sitte i bedriftsforsamlinger er viktigere enn for mange andre investorer, blant annet fordi Folketrygdfondet er avskåret fra å være representert i selskapenes styrever. Disse spørsmålene ble ikke belyst under lovbehandlingen ettersom bestemmelsen ble gjort gjeldende for Folketrygdfondet uten at fondet fikk anledning til å uttale seg.

Departementet foreslår på denne bakgrunn at ansatte i Folketrygdfondet likevel skal kunne delta i investeringsbeslutninger som gjelder et selskap hvor vedkommende sitter i bedriftsforsamlingen. Det foreslås at departementet i forskrift skal kunne gjøre tilsvarende unntak for ansatte i Statens Nærings- og distriktsutviklingsfond, Husbanken, Norges Bank, Statens Bankinvesteringsfond og Statens Banksikringsfond. Det vises til forslaget til endring av § 2a-4 i verdipapirhandelloven. Det understrekes at departementets forslag ikke innebærer endring i anvendelsesområdet for bestemmelsene om ansattes egenhandel i verdipapirhandelloven kapittel 2a.

15.3 Endring i kredittilsynsloven § 9

15.3.1 Gjeldende rett

Etter kredittilsynsloven § 9 første ledd skal utgiftene ved tilsynet utliknes på de institusjoner som i henhold til § 1 eller annen særskilt lovhjemmel er under tilsyn ved begynnelsen av budsjettåret. Utgiftene fordeles på de ulike grupper av institusjoner etter omfanget av tilsynsarbeidet. Utgiftene ved tilsynet med overholdelsen av de alminnelige bestemmelser om verdipapirhandel utliknes ikke på eiendomsmeglerforetak og inkassoforetak og revisorer eller revisjonsselskap.

15.3.2 Bakgrunn for lovforslaget

I brev av 11. april 2000 har Kredittilsynet foreslått en endring av kredittilsynsloven, slik at også regnskapsførere skal unntas fra utligningen av utgiftene til

«tilsynet med overholdelsen av de alminnelige bestemmelsene om verdipapirhandel» (transaksjonstilsynet).

«Kredittilsynet overtok ansvaret for tilsyn med regnskapsførere fra 1.1.1999, jfr lovendring av 18.12.1998 nr. 80 i bl.a. regnskapsførerloven av 18. juni 1993 nr. 109 § 13. Kredittilsynets utgifter ved tilsynsvirksomheten skal som følge av dette utlignes på regnskapsførerne i henhold til de ordinære regler i kredittilsynsloven § 9.

Kredittilsynslovens hovedregel er at utgiftene fordeles på de ulike grupper av institusjoner etter omfanget av tilsynsarbeidet (§ 9 første ledd annet punktum). For utgiftene ved «tilsynet med overholdelsen av de alminnelige bestemmelser om verdipapirhandel» (transaksjonstilsynet) er det i § 9 første ledd tredje punktum fastsatt at disse utlignes «etter størrelsen på beløpene etter fordelingen etter foregående punktum».

Fra dette er det imidlertid i bestemmelsens fjerde punktum gjort særskilt unntak ved at slike utgifter ved transaksjonstilsynet likevel ikke skal utlignes på «eiendomsmeglerforetak og inkassoforetak og revisorer eller revisjonsselskap».

Kredittilsynet viser til at denne bestemmelsen ble inntatt i loven ved endringslov av 20.12.1993 nr. 140 (om endringer i lov av 12. juni 1982 nr. 52 om aksjefond mv. og visse andre lover), og viser til uttalelser i Ot.prp. nr. 15 (1993-94) side 42:

«Det følger av bestemmelsens første ledd at utgiftene ved det såkalte transaksjonstilsynet skal utliknes på de institusjoner som er under tilsyn av Kredittilsynet, med unntak for eiendomsmeglerforetak, inkassoforetak og revisorer. Tidligere har disse utgiftene blitt utliknet på fondsmeglerforetakene.

Bakgrunnen for endringen er bl.a. den stillingen tilsynsobjektene har fått i verdipapirmarkedet sammenholdt med at transaksjonstilsynet retter seg mot alle aktører i markedet og ikke har særskilt tilknytning til fondsmeglerforetakene.»

Kredittilsynet viser videre til uttalelse i samme proposisjon på side 31:

«Selv om Kredittilsynet har et generelt tilsyn med at verdipapirhandellovens bestemmelser overholdes, antar departementet at den skisserte arbeidsfordeling [med Oslo Børs] medfører at det såkalte transaksjonstilsynet i hovedsak vil innebære kontroll med regler om forretningsmetoder i verdipapirhandelen. Dette er regler som retter seg mot alle aktører i verdipapirmarkedet, og ikke har særskilt tilknytning til fondsmeglerforetakene. Finansinstitusjoner og andre institusjoner under tilsyn av Kredittilsynet, har etter hvert fått en dominerende stilling i verdipapirmarkedet. En utlikning som den foreslåtte vil i hovedsak reflektere denne stillingen. I noen grad vil andre institusjonelle investorer, og i en viss grad private omfattes av regelverket.

[--]

På bakgrunn av tilsynsobjektene rolle som aktører eller potensielle aktører i verdipapirmarkedet, anser departementet at utgiftene til transaksjonstilsynet bør ses som generelle utgifter som i utgangspunktet bør utliknes på alle tilsynsobjektene.

Kredittilsynet har foreslått at utgiftene ikke utliknes på eiendomsmeglerforetak, inkassoforetak og revisorer, idet disse tilsynsobjektene ikke driver virksomhet med tilknytning til verdipapirmarkedet. Ingen

av høringsinstansene har hatt innsigelser til dette. Departementet slutter seg til at de nevnte institusjoner ikke skal omfattes av utlikningen.»

Kredittilsynet viser til at Finanskomiteen uttalte følgende om forslaget (Innst.O. nr. 14 (1993-94) side 14):

«Komiteen viser til at utgiftene knyttet til transaksjonstilsynet hittil har vært utlignet på fondsmeglerforetakene.

Komiteen er enig med departementet at utviklingen på finansmarkedet tilsier en revurdering av denne praksis. Utgangspunktet bør være at disse tilsynsutgiftene fordeles forholdsmessig på institusjoner under tilsyn. Komiteen slutter seg til at eiendomsmeglerforetak, inkassoforetak og revisorer unntas fra denne utlikning, slik det framgår av forslag til § 9 i lov om tilsyn for kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper, verdipapirhandel m.v.»

Kredittilsynet uttaler videre:

«Heller ikke regnskapsførerene driver «virksomhet med tilknytning til verdipapirmarkedet», jfr ovenfor. Det må kunne betegnes som en ren inkurie at denne gruppen ikke er medtatt i unntaket fra utlikningen av utgiftene ved transaksjonstilsynet i verdipapirmarkedet. Opprinnelig ble tilsynet med regnskapsførerene lagt til Kredittilsynet i medhold av regnskapsførerloven av 1993. Det fremgikk av regnskapsførerloven § 13 annet ledd annet punktum at utgiftene ved tilsynet skulle utlignes etter bestemmelsene i Kredittilsynsloven. Ved forskrift av 1. desember 1993 nr. 1076 § 4-2 ble imidlertid tilsynet med regnskapsførerene delegert til Autorisasjonsstyret for Regnskapsførere. Det fremgikk av samme bestemmelse at Kredittilsynet kunne begrense utøvelsen av overordnet tilsynsmyndighet etter lovens § 13 til autorisasjonsstyrets virksomhet. Det ble i forskriften ikke gitt nærmere bestemmelser om utlikning av autorisasjonsstyrets tilsynsutgifter. Forskriften § 4-1 første ledd fastsatte imidlertid at regnskapsførere som var autorisert eller registrert skulle betale et årlig gebyr på kr. 400,-. Autorisasjonsstyret for Regnskapsførere krevde ikke inn noe ytterligere fra regnskapsførerene enn det årlige gebyret på kr. 400,-. I og med at tilsynet ikke ble utført av Kredittilsynet, ble det således ikke utlignet noen utgifter på regnskapsførerene i medhold av kredittilsynsloven.

Ved lov 18. desember 1998 nr. 80 ble det foretatt endringer i regnskapsførerloven som medførte at autorisasjonsansvaret og tilsynsansvaret ble overført til Kredittilsynet, og Autorisasjonsstyret for Regnskapsførere ble avviklet. Bestemmelsene om gebyrer ble opphevet, og erstattet av de ordinære reglene om utlikning etter kredittilsynslovens § 9, jf. Ot.prp. nr. 1 (1998-99) side 70-71.»

Kredittilsynet foreslår på denne bakgrunn en justering i kredittilsynsloven slik at også regnskapsførere blir unntatt fra utlikningen av utgiftene ved transaksjonstilsynet.

15.3.3 Departementets vurdering

Departementet er enig med Kredittilsynet i at regnskapsførere bør unntas fra utlikningen av utgiftene ved transaksjonstilsynet, på linje med eiendomsmeglerforetak, inkassoforetak og revisorer. Departementet foreslår på denne bakgrunn en endring i kredittilsynsloven § 9 om utlikning av Kredittilsynets utgifter. Det vises til lovforslaget § 10-3 nr. 1.

15.4 Endring i finansieringsvirksomhetsloven - kompetanse til å gi forskrift som begrenser kredittinstitusjoners adgang til å bruke opplysninger vedrørende innskuddsgarantiordningen i sin markedsføring

Departementet foreslår en endring i lov 10. juni 1988 nr. 40 om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner. Forslaget fremmes uten forutgående høring.

EØS-forpliktelser som svarer til Europaparlaments- og Rådsdirektiv 94/19/EF av 30. mai 1994 om innskuddsgarantiordninger er gjennomført ved lov 6. desember 1996 nr. 75 om sikringsordninger for banker og offentlig administrasjon mv. av finansinstitusjoner. I henhold til direktivets artikkel 9 tredje ledd skal medlemsstatene fastsette regler som begrenser bruk av opplysninger om innskytergarantiordninger til reklameformål, for å unngå at slik bruk skader banksystemets stabilitet eller kundenes tillit. Kredittilsynet fører tilsyn med kredittinstitusjoners markedsføring som del av det alminnelige tilsynet med kredittinstitusjoner etter kredittilsynsloven. Etter det departementet er kjent med har det hittil ikke forekommet tilfeller av markedsføring som nevnt. EFTAs overvåkingsorgan har imidlertid reist spørsmål ved om bestemmelsen er tilstrekkelig gjennomført i norsk rett. Departementet vil derfor foreslå at det gis en hjemmel til å gi forskrift som angitt i EØS-reglene som svarer til det nevnte direktivet. Det foreslås at bestemmelsen tas inn i finansieringsvirksomhetsloven.

16 Merknader til de enkelte bestemmelser

Til § 1-1 Lovens formål

Bestemmelsen uttrykker de grunnleggende hensyn bak reguleringen av børsvirksomhet. Bestemmelsen vil være retningsgivende for tolking av loven og for skjønnsutøvelse i medhold av loven. Bestemmelsen er nærmere omtalt i punkt 4.1.

Til § 1-2 Lovens stedlige virkeområde

Etter bestemmelsen første ledd første punktum vil loven gjelde virksomhet som børs eller autorisert markedsplass i Norge. Etter første ledd annet punktum kan Kongen fastsette regler om lovens anvendelse på Svalbard og kontinentalsokkelen og kan fastsette særlige regler under hensyn til de stedlige forhold. Tilsvarende bestemmelse finnes i aksjelovene, regnskapsloven og revisorloven.

Etter annet ledd vil loven gjelde virksomhet som norsk børs eller autorisert markedsplass driver i utlandet gjennom filial eller ved grensekryssende virksomhet med mindre annet bestemmes av departementet. Departementet vil kunne gjøre unntak fra lovens anvendelse på denne del av virksomheten gjennom enkeltvedtak eller forskrift. Det vises for øvrig til omtale i punkt 4.2.

Til § 1-3 Definisjoner

Børs og autorisert markedsplass er definert i bestemmelsen. Bestemmelsen er nærmere omtalt i punkt 5.1

Til § 1-4 Lovens anvendelse for markedsplasser for varederivater

Bestemmelsen er omtalt i kapittel 13 samt punkt 5.1 og 8.2.1. Bestemmelsen gir hjemmel for departementet til å fastsette at børsloven med forskrifter helt eller delvis skal få anvendelse for markedsplasser for varederivater. Det foreslås også hjemmel for departementet til å gi regler for slike foretak som utfyller, supplerer eller fraviker børslovens regler.

Til § 2-1 Tillatelse til å drive virksomhet som børs eller autorisert markedsplass

Bestemmelsen er omtalt i punkt 5.1 og 5.2. Bestemmelsen regulerer blant annet omfanget av konsesjonsplikten etter børsloven. Konsesjonsplikt inntreder ved organisering eller drift av marked for finansielle instrumenter der det legges til rette for handel ved regelmessig og offentlig kursnotering av finansielle instrumenter. Foretak som vil drive konsesjonspliktig virksomhet kan velge om det vil søke om konsesjon som børs eller autorisert markedsplass.

Til § 2-2 Konsesjonsmyndighet. Søknad om tillatelse

Bestemmelsen er omtalt under punkt 5.2. Det vil være opp til departementets frie skjønn om tillatelse skal gis, dersom de lovbestemte vilkårene er oppfylt.

Det kan stilles vilkår for tillatelsen. Av forslaget til § 2-2 første ledd annet punktum følger det at søknaden om tillatelse som børs og autorisert markedsplass skal inneholde de opplysninger som er av betydning for behandling av søknaden og som viser at de lovbestemte krav er oppfylt. Opplysninger av betydning for behandling av søknaden vil i hovedsak være opplysninger som viser at de lovbestemte krav er oppfylt. Det kan imidlertid ikke utelukkes at også andre opplysninger kan være av betydning og således må inngå i søknaden.

Til § 2-3 Bortfall, endring og tilbakekall av tillatelse

Bestemmelsen er omtalt under punkt 5.3. Forslaget bygger på utvalgets forslag til § 2-4. Departementet har føyd til et nytt første ledd om at tillatelse til å drive børs eller autorisert markedsplass faller bort dersom foretaket kommer under konkursbehandling eller offentlig akkordforhandling.

Til § 2-4 Sammenslåing og deling av børs mv.

Bestemmelsen er omtalt under punkt 5.4. Bestemmelsen er i det vesentlige i overensstemmelse med utvalgets forslag. Den formelle begrensningen av departementets kompetanse som utvalget har foreslått, foreslås sløyfet. Utvalgets forslag om at vedtak om sammenslåing og deling av foretak med tillatelse som børs skal treffes av generalforsamlingen er tatt ut av forslaget da dette allerede følger av allmennaksjeloven §§ 13-3 annet ledd og 14-6 første ledd. Utvalgets forslag om at vedtak om avhendelse av en vesentlig del av børsens konsesjonspliktige virksomhet skal treffes av generalforsamlingen med flertall som for vedtektsendringer er tatt inn i § 3-1 tredje ledd.

Til § 2-5 Virksomhet i utlandet

Bestemmelsen er omtalt under punkt 5.5.

Til § 3-1 Organisasjonsform

Første ledd fastsetter at børs skal være organisert som allmennaksjeselskap. Det vises til nærmere omtale i punkt 6.1. Allmennaksjeloven vil komme til anvendelse for børs i den utstrekning ikke annet følger av loven her. Bestemmelsen i første ledd innebærer at eksisterende børs må omorganiseres til allmennaksjeselskap. Departementet foreslår overgangsregler for eksisterende børs, jf. lovforslaget § 10-1.

Etter annet ledd første punktum skal en børs' vedtekter og endringer i disse godkjennes av departementet. Etter annet ledd annet punktum kan departementet gi nærmere regler om innhold og godkjenning av vedtektene. Det vil f.eks. kunne bestemmes at visse typer vedtektsendringer ikke behøver godkjenning. Det vises til omtale i punkt 6.2.

Etter tredje ledd skal vedtak om avhendelse av en vesentlig del av den konsesjonspliktige virksomheten treffes av generalforsamlingen med flertall som for vedtektsendring. Dette innebærer vanligvis at det kreves tilslutning fra minst to tredjedeler så vel av de avgitte stemmer som av den aksjekapital som er representert på generalforsamlingen, jf. allmennaksjeloven § 5-18. Bestemmelsen går lenger enn det som følger av allmennaksjeloven. Bestemmelsen er omtalt i punkt 5.4.

Til § 3-2 Styre og ledelse

Bestemmelsen er omtalt i punkt 6.2. Første ledd fastsetter strengere krav til laveste antall styremedlemmer i børs enn det som følger av allmennaksjeloven. Daglig leder av børs kan ikke være medlem av styret.

Annethedd stiller krav til kvalifikasjoner, yrkeserfaring og hederlig vandel for styremedlem, daglig leder og andre som faktisk deltar i ledelsen i børs. Departementet har sløffet formuleringen «gjort seg skyldig i straffbare forhold» i forhold til utvalgets forslag da dette anses overflødig ved siden av kravet til hederlig vandel.

Tredje og fjerde ledd tilsvare § 3-4 i utvalgets lovutkast.

Etter tredje ledd skal endringer i en børs' ledelse meldes til Kredittilsynet. Meldingen skal så vidt mulig gis på forhånd, og inneholde nødvendige opplysninger om kvalifikasjoner og yrkeserfaring, vandel, verv eller stilling i annen virksomhet.

Etter fjerde ledd kan Kredittilsynet gi pålegg om at endringer i ledelsen ikke skal iverksettes dersom endringen kan antas å medføre at vilkårene i første og annet ledd ikke oppfylles.

Til § 3-3 Kontrollkomité

Bestemmelsen er omtalt i punkt 6.2.

Kredittilsynet kan gi nærmere regler om sammensetningen av og virksomheten til børsers kontrollkomité.

Det vil blant annet kunne fastsettes kvalifikasjonskrav til medlemmene av kontrollkomitéen.

Til § 3-4 Internkontroll

Bestemmelsen svarer til § 3-7 i utvalgets lovutkast som i det vesentlige bygger på Banklovkommisjonens forslag til lov om finansforetak § 5-13. Bestemmelsen er nærmere omtalt i punkt 6.2.

Kredittilsynet kan gi nærmere regler om gjennomføringen av internkontroll. Det vises til at Kredittilsynet i forskrift 20. juni 1997 nr. 1057 har gitt regler om klargjøring av kontrollansvar, dokumentasjon og bekreftelse av den interne kontroll for banker, forsikringsselskaper, verdipapirforetak, forvaltningsselskaper for verdipapirfond, Verdipapirsentralen og oppgjørssentraler.

Til § 3-5 Revisor

Bestemmelsen er omtalt i punkt 6.2. Børs organisert som allmennaksjeselskap vil ha regnskapsplikt etter regnskapsloven § 1-2. Det følger av allmennaksjeloven § 7-1 at generalforsamlingen skal velge revisor. Etter revisorloven § 2-2 jf. § 2-1 vil årsregnskapet til børs organisert som allmennaksjeselskap måtte revideres av minst én registrert eller statsautorisert revisor. Kredittilsynet kan gi nærmere regler om revisors arbeidsoppgaver i børs, til utfylling av allmennaksjeloven og revisorlovens regler.

Til § 3-6 Taushetsplikt

Bestemmelsen er omtalt i punkt 8.2.4. Bestemmelsens første, annet og tredje ledd viderefører i det vesentlige gjeldende børslov § 2-11. Taushetsplikt om børsens eget forhold foreslås ikke videreført.

Departementets adgang etter fjerde ledd til i forskrift eller ved enkeltvedtak å gjøre unntak fra taushetsplikten overfor annen børs, verdipapirsentral, oppgjørssentral og autorisert markedsplass omfatter også adgang til å gjøre unntak overfor utenlandske institusjoner. Det vises til gjengivelsen av utvalgets omtale av dette i punkt 8.2.4, som departementet i hovedsak finner å kunne slutte seg til. Det kan også gjøres unntak fra taushetsplikten overfor utenlandske tilsynsmyndigheter.

Til § 3-7 Habilitetsregler

Bestemmelsen er omtalt i punkt 8.2.5. Første ledd er med unntak av personkretsen som omfattes av bestemmelsen, en videreføring av gjeldende børslov § 2-9.

Når det gjelder begrepet «nærstående» i første ledd vises det til definisjonen av «nærstående» i allmennaksjeloven § 1-5.

Til § 3-8 Adgang til å eie finansielle instrumenter m.m.

Bestemmelsen er omtalt i punkt 8.2.6.

Når det gjelder begrepet «nærstående» i annet ledd vises det til definisjonen av «nærstående» i allmennaksjeloven § 1-5.

Til § 4-1 Eierbegrensninger

Bestemmelsen er omtalt i punkt 7.1.

Etter første ledd kan ingen eie aksjer som representerer mer enn 10 prosent av aksjekapitalen eller stemmene i en børs.

Erverv av rett til å bli eier av aksjer skal likestilles med aksjeeie, når ervervet av retten må anses som reelt erverv av aksjene. Ved praktiseringen av eierbegrensningsreglene for finansinstitusjoner har Finansdepartementet og Kredittilsynet lagt til grunn at innehav av opsjoner på kjøp av aksjer i visse tilfeller må likestilles med et erverv. Spørsmålet om likestilling av rett til å bli eier av aksjer og aksjeerverv må vurderes i det konkrete tilfelle. Kredittilsynets praksis i tilknytning til finansieringsvirksomhetslovens eierbegrensningsregler og verdipapirhandelovens regler om tilbudsplikt vil kunne være veiledende i vurderingen av om et slikt erverv foreligger.

Første ledd tredje punktum åpner for at departementet i særlige tilfeller kan gjøre unntak fra eierbegrensningsregelen i første ledd.

Annet ledd åpner for at børs kan inngå i konsern som heleid datterselskap av et holdingselskap. Tilsvarende bestemmelse gjelder for finansinstitusjoner etter finansieringsvirksomhetsloven. Det er et vilkår at holdingselskapet har hovedkontor i Norge og at eventuelle andre datterselskaper til holdingselskapet ikke driver annen virksomhet enn børsvirksomhet eller virksomhet som har naturlig sammenheng med børsvirksomhet. Annet ledd annet punktum

innebærer at eierbegrensningsregelen i første ledd vil gjelde tilsvarende for holdingselskapet.

Etter tredje ledd kan det gis tillatelse til at norsk eller utenlandsk børs eller annet foretak som ledd i strategisk samarbeidsavtale mellom foretakene vedrørende børsvirksomheten kan eie inntil 25 prosent av aksjekapitalen eller stemmene i børs. Med alternativet «annet foretak» er det mulig å gi tillatelse til foretak som driver virksomhet som har nær sammenheng med børsvirksomhet, f.eks. oppgjørssentral. Tilsvarende regel er innført for finansinstitusjoner jf. finansieringsvirksomhetsloven § 2-2 annet ledd nr. 10 som ble tilføyet ved lovendring 17. desember 1999 nr. 96. Tillatelsen vil gjelde bare så lenge den strategiske samarbeidsavtalen er i kraft. Vedkommende store minoritetsaksjonær vil ha stemmerett for hele den eide aksjepost, jf. lovforslaget § 4-2 annet ledd.

Fjerde og femte ledd gir regler om ned salg av aksjer eid i strid med eierbegrensningsreglene. Inntil tvangssalg har funnet sted kan det ikke utøves andre rettigheter i selskapet enn retten til å heve utbytte og til å utøve fortrinnsrett ved kapitalforhøyelse for den del av en aksjepost som overstiger eierbegrensningene.

Til § 4-2 Stemmerettsbegrensninger

Bestemmelsen er omtalt i punkt 7.1. Bestemmelsen er utformet etter mønster av den tilsvarende bestemmelsen i finansieringsvirksomhetsloven § 2-4.

Til § 4-3 Konsolidering av eierandeler

Bestemmelsen er omtalt i punkt 7.1. Bestemmelsen gir regler om at aksjer eiet av fysiske eller juridiske personer som står i nærmere angitt forhold til en aksjeeier, i forhold til eierbegrensnings- og stemmerettsbegrensningsreglene skal regnes likt med aksjeeierens egne aksjer.

Annet ledd gir departementet kompetanse til i tvilstilfelle å avgjøre om konsolidering av aksjer skal finne sted.

Til § 4-4 Opptak til notering av finansielle instrumenter utstedt av børsen mv.

Bestemmelsen er omtalt i punkt 7.1. Det settes forbud mot at en børs tar opp til notering og handel omsettelige verdipapirer utstedt av vedkommende børs og finansielle instrumenter knyttet til slike. Finansielle instrumenter knyttet til slike vil typisk være finansielle instrumenter som nevnt i verdipapirhandelloven § 1-2 annet ledd nr. 4 til 7. Departementet kan gi samtykke til at en børs opptar til børsnotering omsettelige verdipapirer utstedt av andre foretak i samme konsern, eller finansielle instrumenter knyttet til slike. Det kan stilles vilkår for slikt samtykke.

Til § 4-5 Krav til ansvarlig kapital

Bestemmelsen er omtalt i punkt 7.2. Med unntak av at det ikke foreslås minstekrav til ansvarlig kapital er bestemmelsen med enkelte tekniske endringer i overensstemmelse med utvalgets forslag.

Til § 4-6 Likviditetskrav

Bestemmelsen er omtalt i punkt 7.2. Bestemmelsen er i overensstemmelse med utvalgets forslag.

Til § 5-1 Generelle krav til virksomheten mv.

Bestemmelsen er omtalt i punkt 8.1.1, 8.1.2, 8.2.2 og 8.2.3.

Til § 5-2 Virksomhetsbegrensninger

Bestemmelsen er omtalt i punkt 8.2.1.

Til § 5-3 Kursnotering

Bestemmelsen er omtalt i punkt 8.2.7. Bestemmelsen er med unntak av visse tekniske endringer i overensstemmelse med utvalgets forslag. Formuleringen om at kursnoteringen skjer etter nærmere regler fastsatt av børsen er tatt ut av bestemmelsen da den anses som overflødig. Det vises til at det følger av lovforslaget § 5-1 tredje ledd at børsen skal fastsette regler og forretningsvilkår om kursnoteringene.

Til § 5-4 Deltagelse i kursnotering. Børsmedlemskap

Bestemmelsen er omtalt under punkt 8.1.2 og 8.2.8. Bestemmelsen er i hovedsak i overensstemmelse med utvalgets forslag.

Til § 5-5 Opphør og suspensjon av børsmedlemskap

Bestemmelsen er omtalt under punkt 8.1.2 og 8.2.9. Forslaget er i stor grad i overensstemmelse med gjeldende rett. Som følge av at en rekke av de forhold som etter gjeldende rett er inntatt i børsforskriften forutsettes å ville bli regulert av børsene selv, foreslås det at grunnlaget for å beslutte opphør av børsmedlemskap og suspensjon utvides til også å omfatte vesentlige mislighold av børsmedlemmets plikter etter børsens regler og forretningsvilkår.

Til § 5-6 Opptak til børsnotering

Bestemmelsen er omtalt under punkt 8.1.2 og 8.2.10.

Til § 5-7 Opplysningsplikt for utstedere

Bestemmelsen er omtalt under punkt 8.2.11. Uttrykket «finansielle instrumenter» er i bestemmelsen endret til «omsettelige verdipapirer», da opplysningsplikten bare vil gjelde for utsteder av omsettelige verdipapirer.

Bestemmelsens første ledd er i hovedsak en videreføring av § 4-7 første og tredje punktum.

Til § 5-8 Strykning fra børsnotering

Bestemmelsen er omtalt under punkt 8.1.2 og 8.2.12.

Bestemmelsens første ledd er i hovedsak en videreføring av § 4-10 første ledd i gjeldende børslov. Som følge av at departementet i forslaget til ny børslov ikke foreslår særlige regler som fraviker fra allmennaksjelovens regler om styrets oppgaver, eller om fordelingen av myndighet i forholdet mellom styret og daglig ledelse, er imidlertid blant annet kravet om børsstyrevedtak tatt ut.

I annet ledd er uttrykket «finansielle instrumenter» endret til omsettelige verdipapirer. Det vises til at det i henhold til § 5-6 bare er opptak av omsettelige verdipapirer som forutsetter søknad fra utsteder.

Til § 5-9 Suspensjon fra børsnotering

Bestemmelsen er omtalt under punkt 8.1.2 og 8.2.13. Forslaget er i hovedsak en videreføring av § 4-11 i gjeldende børslov. Som følge av at departementet i forslaget til ny børslov ikke foreslår særlige regler som fraviker allmennaksjelovens regler om styrets oppgaver eller om fordeling av myndighet i forholdet mellom styret og daglig ledelse, er imidlertid blant annet kravet om børsstyrevedtak tatt ut.

Til § 5-10 Stans av handel og notering

Bestemmelsen er omtalt under punkt 8.2.14. Forslaget er langt på vei en videreføring av § 4-12 i gjeldende børslov. Det er imidlertid foreslått enkelte endringer og presiseringer med hensyn til hvilke instanser som kan fatte slike vedtak.

Til § 5-11 Markedsovervåkning

Bestemmelsen er omtalt i kapittel 9.

Til § 5-12 Overtredelsesgebyr

Bestemmelsen er omtalt under punkt 8.1.2 og 8.2.15.

Bestemmelsen er i hovedsak en videreføring av gjeldende rett. Som følge av at en rekke av de forhold som etter gjeldende rett er regulert i børsforskriften forutsettes å ville bli regulert av børsen selv, er imidlertid grunnlaget for ileggelse av overtredelsesgebyr utvidet til også å omfatte tilfeller hvor børsmedlemmet vesentlig misligholder sine plikter etter børsens regler og forretningsvilkår.

Til § 5-13 Løpende mulkt

Bestemmelsen er omtalt under punkt 8.1.2 og 8.2.16. Bestemmelsen er med visse tekniske endringer en videreføring av gjeldende rett.

Til § 5-14 Forvaltningslovens anvendelse på avgjørelser truffet av børs

Bestemmelsen er omtalt under punkt 8.1.2. Som nevnt i punkt 8.1.2 er oppregningen ment å være uttømmende, slik at forvaltningsloven ikke vil komme til anvendelse for andre avgjørelser enn de som er nevnt i § 5-14. Det vises for øvrig til at offentlighetsloven kommer til anvendelse for privat rettssubjekt i saker hvor det treffer enkeltvedtak.

Til § 5-15 Begrensninger i styrets handlefrihet i en overtagessituasjon

Bestemmelsen er en videreføring av gjeldende rett. Bestemmelsen er omtalt i punkt 8.2.18.

Til § 6-1 Organisasjonsform

Autorisert markeds plass skal være organisert som allmennaksjeselskap. Allmennaksjeloven vil komme til anvendelse for autorisert markeds plass i den utstrekning ikke annet følger av loven her. Bestemmelsen er omtalt under punkt 6.1.

Til § 6-2 Krav til aksjeeiere

Det vil ikke gjelde eierbegrensningsregler for autorisert markeds plass, men erverv av betydelig eierandel skal bare kunne gjennomføres etter at melding om dette på forhånd er sendt Kredittilsynet. Ved vurderingen av om en eierandel er betydelig, skal også aksjer som eies av personer som skal identifiseres med aksjeeieren etter § 6-3 regnes med. Kredittilsynet skal nekte slikt erverv dersom vedkommende aksjeeier ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket. Det skal også gis melding til Kredittilsynet ved avhendelse som medfører at en aktuell eierandel reduseres slik at den ikke lenger regnes som betydelig. Bestemmelsen er omtalt under punkt 7.1.

Til § 6-3 Konsolidering av eierandeler

Bestemmelsen tilsvare konsolideringsbestemmelsen for eiere av aksjer i børs, jf. § 4-3. Bestemmelsen er omtalt under punkt 7.1.

Til § 6-4 Generelle krav til virksomheten mv.

Bestemmelsen er omtalt under punkt 8.1.1, 8.3.3 og 8.3.4.

Bestemmelsen tilsvare lovforslaget § 5-1 som gjelder for børs.

Til § 6-5 Virksomhetsbegrensninger

Bestemmelsen er omtalt under punkt 8.3.2 Bestemmelsen tilsvare lovforslaget § 5-2 som gjelder for børs.

Til § 6-6 Investeringsforetak med hovedkontor i annen EØS-stat

Bestemmelsen er omtalt under punkt 8.3.10. Bestemmelsens første punktum tilsvare lovforslaget § 5-4 tredje ledd som gjelder for børs.

Til § 6-7 Opptak til notering og handel på autorisert markeds plass

Bestemmelsen er omtalt under punkt 8.3.11.

Til § 6-8 Øvrige bestemmelers anvendelse for autoriserte markeds plasser

Bestemmelsens første ledd er omtalt under punkt 6.2, 7.1, 7.2, 8.3.6 til 8.3.13 og 9.1.2.

Bestemmelsens annet ledd er omtalt under punkt 8.3.5 og 9.2.2

Til § 6-9 Forvaltningslovens anvendelse for avgjørelser truffet av autoriserte markedsplasser

Bestemmelsen er omtalt under punkt 8.1.2.

Til § 7-1 Oppnevning og kompetanse mv.

Bestemmelsen er omtalt i kapittel 10 og under punkt 9.1.1.4. Ordningen med en egen klagenemnd for vedtak fattet av børs er en videreføring av gjeldende rett. De vedtak som er angitt i lovens § 5-14 skal i utgangspunktet anses som en uttømmende oppregning av hvilke typer vedtak som kan bringes inn for klagenemnden. Så lenge det er snakk om avgjørelser av den art som er omhandlet i de bestemmelser som omfattes av oppregningen i § 5-14, vil det være uten betydning om avgjørelsen bygger på håndheving av krav som er gitt i eller i medhold av børsloven eller håndheving av krav som fremgår av børsens egne regler og forretningsvilkår. Departementet kan i forskrift bestemme om og i hvilken utstrekning avgjørelser truffet av autorisert markedsplass skal kunne bringes inn for klagenemnden.

Ordningen etter § 7-1 annet ledd med at klagenemnden kan opptre som voldgiftsnemnd i tvister mellom private parter som har tilknytning til børsomsetningen eller de børsnoterte selskaper, er en videreføring av gjeldende rett.

Departementet legger til grunn at reglene om børsklagenemnden som er gitt i børsforskriften kapittel 26 vil kunne videreføres i medhold av forslaget til forskriftshjemmel i § 7-1 tredje ledd.

Til § 7-2 Dekning av klagenemndens utgifter

Bestemmelsen er omtalt i kapittel 10. Departementet legger til grunn at regler om saksomkostninger gitt i medhold av § 7-2 tredje ledd vil regulere saksomkostningsspørsmålet for børsklagenemnden uttømmende, slik at forvaltningsloven § 36 ikke vil komme til anvendelse for slike saker.

Til § 7-3 Søksmålsadgang

Bestemmelsen er en videreføring av gjeldende rett, med tillegg av at også vedtak fattet av autorisert markedsplass omfattes i den utstrekning reglene om klagenemnd får anvendelse på slike vedtak, jf. § 7-1 første ledd fjerde punktum. Bestemmelsen er omtalt i kapittel 10.

Til § 8-1 Tilsynsmyndighet

Bestemmelsen er omtalt i kapittel 11. Bestemmelsen legger institusjonstilsynet med børser og autoriserte markedsplasser til Kredittilsynet. Det vises også til foreslått endring i kredittilsynsloven. Utvalget hadde foreslått et annet ledd om at Kredittilsynet skal føre tilsyn også med øvrige selskaper som inngår i konsern med børs eller autorisert markedsplass. Departementet har funnet en slik bestemmelse overflødig, da kredittilsynsloven § 1 annet ledd gir hjemmel til slikt tilsyn. Finansdepartementets generelle tilsyn med handelen

i finansielle instrumenter og med overholdelsen av lovgivningen om verdipapirhandel vil fortsatt gjelde, jf. verdipapirhandelloven § 12-1 første ledd.

Til § 8-2 Opplysningsplikt overfor Kredittilsynet

Bestemmelsen er omtalt i kapittel 11. Bestemmelsen går lengre enn den tilsvarende regel i verdipapirhandelloven § 12-2, i og med at også selskap i samme konsern som børs eller autorisert markedsplass omfattes av opplysningsplikten.

Til § 8-3 Innskrenking av Kredittilsynets taushetsplikt

Bestemmelsen er omtalt i kapittel 11. Kredittilsynet vil ha taushetsplikt etter kredittilsynsloven § 7. Det gjøres unntak fra taushetsplikten i visse tilfelle, jf. tilsvarende bestemmelse i verdipapirhandelloven § 12-3.

Til § 8-4 Pålegg fra Kredittilsynet

Bestemmelsen er omtalt i kapittel 11.

Til § 9-1 Straff

Bestemmelsen er i hovedsak en videreføring av gjeldende straffebestemmelser i § 6-1, men med visse endringer for å hensynta forslaget om at også autoriserte markedsplasser vil være underlagt konsesjonsplikt.

Til § 10-1 Ikrafttredelses- og overgangsbestemmelser

Børs som har tillatelse etter gjeldende lov må fremme søknad om tillatelse som børs etter reglene i den nye børsloven innen ett år fra lovens ikrafttredelse.

Det kan være aktuelt å la de gamle og nye reglene gjelde parallelt, jf. hjemmel for dette i § 10-1 tredje ledd. Videre kan det være aktuelt å henholdsvis sette i kraft og oppheve forskjellige bestemmelser til ulik tid.

Til § 10-2 Omdannelse

Etter bestemmelsen første ledd har selveiende institusjon som har tillatelse etter gjeldende børslov plikt til å omdanne seg til allmennaksjeselskap innen 2 år fra lovens ikrafttredelse. I annet ledd gis regler om fremgangsmåten ved omdannelse. Omdannelse skal skje ved at børsens eiendeler og forpliktelse overføres til et nystiftet allmennaksjeselskap. Aksjene skal legges ut til offentlig salg til høystbydende. Formuen som oppstår ved salget av aksjene skal overføres til staten og den selveiende institusjonen skal avvikles.

Etter tredje ledd skal kreditorer etter de overførte forpliktelser ikke kunne kreve utløsning på grunn av omdannelsen eller motsette seg omdannelsen.

Departementet kan etter fjerde ledd fastsette nærmere regler om omdannelsen, salg av aksjene og disponeringen av formuen.

Til § 10-3 Endringer i andre lover

Til nr. 1. Lov av 7. desember 1956 nr. 1 om tilsynet for kredittinstitusjoner, forsikringselskaper og verdipapirhandel mv. (kredittilsynsloven):

Til § 1:

Endringen i § 1 første ledd nr. 10 plasserer børs og autorisert markedsplass blant de institusjoner og foretak som er underlagt Kredittilsynets tilsyn etter kredittilsynsloven.

Til § 3 annet ledd:

Bestemmelsens annet ledd annet punktum omhandler institusjonenes opplysningsplikt, herunder deres plikt til å la Kredittilsynet få innsyn i materiale og til å utlevere materiale til Kredittilsynet for kontroll.

Det foreslås her for det første en presisering av at datamaskiner eller annet teknisk hjelpemiddel og materiale som er tilgjengelig ved bruk av slikt hjelpemiddel er omfattet av bestemmelsen. Med teknisk hjelpemiddel menes ethvert hjelpemiddel som kan gi tilgang til informasjon, f.eks. diskett, video, lydbånd mv. Forslaget innebærer at institusjonenes opplysningsplikt, plikt til å gi innsyn og plikt til utlevering vil omfatte både selve datamaskinene og andre tekniske hjelpemidler og materiale som er lagret på eller er tilgjengelige ved hjelp av slike hjelpemidler. Det vises for øvrig til de alminnelige merknadene i punkt 15.1.4.4.

Bestemmelsen foreslås videre endret slik at Kredittilsynet kan kreve materiale som er omfattet av opplysningsplikten utlevert til kontroll. Dette er nytt i forhold til gjeldende rett. Når uttrykket «i tilfelle» er benyttet i lovteksten, innebærer det at institusjonen ikke har noen automatisk utleveringsplikt, men at dette forutsetter en anmodning fra Kredittilsynets side. Det er videre tale om en midlertidig utlevering for at Kredittilsynet skal kunne foreta en nærmere granskning av materialet. Det er en forutsetning at det utleverte materialet skal tilbakeleveres til institusjonen så snart som mulig. Med uttrykket «til kontroll» menes at et krav om utlevering skal ha et tilsynsmessig formål. Spørsmål knyttet til eventuell overlevering av materiale til påtalemyndigheten er nærmere omtalt i de alminnelige merknadene i punkt 15.1.4.4.

Til § 4 første ledd nr. 2:

Det foreslås tatt inn en bestemmelse om at institusjonene som er under tilsyn kan pålegges å innrette sin internkontroll etter de bestemmelser tilsynet fastsetter. Bestemmelsen vil gi Kredittilsynet en klar hjemmel til å fastsette forskrifter om hvordan internkontrollen i institusjonene skal innrettes. Dette vil for eksempel være regler om hvordan internkontroll skal gjennomføres i institusjonene, hvordan rapportering skal skje, hvilken dokumentasjon som skal kreves mv. Formålet med en forskrift om internkontroll vil være å sikre at institusjonene har rutiner som legger til rette for at internkontrollen kan ivaretas på en forsvarlig måte. Det nærmere innhold av internkontrollen er institusjonsledelsens ansvar, og det er således ikke forutsetningen at Kredittilsynet skal gi bestemmelser om dette.

Någjeldende bestemmelse i § 4 første ledd nr. 2 anses overflødig ved siden av den generelle bestemmelsen om innsending av oppgaver og opplysninger i § 4 første ledd nr. 3, og foreslås derfor tatt ut. Det vises til de alminnelige merknadene i punkt 15.1.5.4.

Til § 4 første ledd nr. 3:

Bestemmelsen gir Kredittilsynet hjemmel til å pålegge institusjonene å sende inn oppgaver og opplysninger som Kredittilsynet mener det trenger for å utføre sitt verv, herunder til statistiske formål. Bestemmelsen gir blant annet hjemmel til å pålegge institusjonene periodiske rapporteringer i forbindelse med det dokumentbaserte tilsynet. Det foreslås en tilføyelse i bestemmelsen om at Kredittilsynet kan bestemme på hvilken måte oppgavene og opplysningene skal gis. Dette vil for eksempel kunne være krav om elektronisk rapportering. Ved valg av rapporteringsmetode vil hensynet til sikre tekniske løsninger måtte stå sentralt. Dette vil blant annet gjelde med hensyn til å kunne verifisere hvem som har sendt opplysningene og å sikre at uvedkommende ikke kan få tilgang til opplysningene. Videre må det ta hensyn til at institusjonene kan ha forskjellig nivå på sitt IT-utstyr, slik at de tekniske løsningene kan tilpasses i forhold til dette. Det vises for øvrig til de alminnelige merknadene i punktene 15.1.4.4 og 15.1.5.4.

Til § 4 første ledd nr. 4:

Bestemmelsen foreslås opphevet, da den ikke kan ses å ha selvstendig betydning. Det vises til at bestemmelsen gir hjemmel til å gi pålegg om å følge eksisterende forskrifter, noe som vil kunne gis som pålegg om retting etter § 4 første ledd nr. 8.

Til § 4 første ledd ny nr. 7:

Etter någjeldende bestemmelse kan Kredittilsynet gi institusjonen pålegg om retting dersom institusjonens organer har handlet eller forsømt seg i strid med sine plikter etter lovgivningen eller institusjonens vedtekter. Dette foreslås videreført, men slik at uttrykket «handlet eller forsømt seg i strid med» endres til «ikke har overholdt sine plikter i henhold til». Dette innebærer ingen realitetsendring, og ordlyden vil fortsatt dekke så vel aktive handlinger som unnlatelser. For å bringe bestemmelsen mer i samsvar med vanlig lovspråk i dag, foreslås at uttrykket «lovgivningen» endres til «bestemmelser gitt i eller i medhold av lov».

Bestemmelsen foreslås endret slik at Kredittilsynet også skal kunne gi pålegg om retting dersom institusjonens organer har handlet i strid med konsesjonsvilkår. Dette vil være vilkår som pålegger institusjonen plikter i forbindelse med at det gis en konsesjon. Det foreslås videre at Kredittilsynet skal kunne gi pålegg om retting ved institusjonens manglende overholdelse av interne retningslinjer. Dette skal bare gjelde for interne retningslinjer som institusjonen er pålagt å fastsette etter lov eller bestemmelse gitt i medhold av lov. Som eksempel vises til verdipapirhandeloven § 9-1. Brudd på interne retningslinjer som institusjonen fastsetter utenom dette vil ikke være grunnlag for pålegg om retting.

Interne retningslinjer er fastsatt av institusjonen og vil derved også kunne endres av institusjonen selv. Et pålegg om retting, dvs. et pålegg om at institusjonen skal forholde seg i samsvar med de gjeldende interne retningslinjer, vil i utgangspunktet kunne møtes med en slik etterfølgende endring fra institusjonens side. Institusjonen vil likevel ikke stå helt fritt til å endre sine interne retningslinjer. Institusjonen må påse at også de nye retningslinjene ivaretar de generelle forsvarlighetskrav, for eksempel til god forretningsskikk, som regelverket krever. Det vises for øvrig til de alminnelige merknader i punkt 15.1.3.4.

Til § 10 annet ledd:

I bestemmelsen presiseres at pålegg gitt av Kredittilsynet kan gi grunnlag for ileggelse av daglig løpende mulkt dersom pålegget ikke etterkommes, dersom pålegget er gitt med hjemmel i eller i medhold av lov. Dette vil både omfatte pålegg gitt med hjemmel i kredittilsynsloven og annen lov. Bestemmelsen er derved ikke underlagt samme begrensning som straffebestemmelsen i første ledd, som kun retter seg mot overtredelser av bestemmelser eller pålegg gitt med hjemmel i kredittilsynsloven.

Til nr. 2. Lov av 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond

§ 4-4 første ledd a) og d) foreslås endret. Forslaget er omtalt i punkt 5.1.

Til nr. 3. Lov av 21. juni 1985 nr. 78 om registrering av foretak

§ 4-4 bokstav g) tredje punktum og § 5-1 fjerde ledd første punktum foreslås endret som følge av at børsens kompetanse etter verdipapirhandelloven kapittel 5 med hensyn til prospekt som gjelder verdipapirer som ikke er eller søkes børsnotert, foreslås overført fra børsen til Foretaksregisteret. Foretaksregisterloven § 4-4 bokstav g) fastsetter at prospektet og alt annet tegningsmateriale skal vedlegges melding til Foretaksregisteret etter lovens § 4-1. Som følge av den foreslåtte endringen i verdipapirhandelloven § 5-8 vil det kunne være slik at prospekt allerede er innsendt til Foretaksregisteret i medhold av verdipapirhandellovens regel når meldingen skal sendes inn etter foretaksregisterloven § 4-1. Det foreslås derfor at det i et nytt fjerde punktum i § 4-4 bokstav g) gjøres unntak fra plikten til å sende inn prospektet som vedlegg til melding etter § 4-1 i de tilfeller hvor prospektet allerede er innsendt til Foretaksregisteret i samsvar med verdipapirhandelloven.

Til nr. 4. Lov 10. juni 1988 nr. 40 om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner § 2-11a

Formålet med bestemmelsen er å gi hjemmel til forskrift om kredittinstitusjoners markedsføring som foreskrevet i EØS-reglene som svarer til direktiv 94/19/EF artikkel 9 tredje ledd om begrensning av bruken av opplysninger om innskytergarantien for å unngå skade på banksystemets stabilitet eller kundenes tillit. Det vises til omtale i punkt 15.4.

Til nr. 5. Lov av 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel

§ 1-3 foreslås opphevet. Som følge av dette blir §§ 1-4 til 1-6 nye §§ 1-3 til 1-5. Forslaget er omtalt i punkt 5.1.

Forslaget til endring i § 1-6 første ledd er omtalt i punkt 5.1. Forslaget har sammenheng med den foreslåtte opphevelsen av verdipapirhandelloven § 1-3. Forslaget til endring i § 1-6 annet ledd åpner for at departementet skal kunne legge kompetansen som i dag tilligger børsen etter verdipapirhandelloven kapittel 4 Tilbudspått og frivillige tilbud ved oppkjøp, til Kredittilsynet. Bestemmelsen er nærmere omtalt i punkt 9.1.

Forslagene til endring i verdipapirhandelloven §§ 2-1 til 2-3 og 2-6 er omtalt i punkt 8.3.15 og 9.1.

Endringen i § 2-1 første ledd første punktum utvider forbudet mot å misbruke presise og fortrolige opplysninger om de finansielle instrumentene ved transaksjoner i finansielle instrumenter til også å gjelde finansielle instrumenter som er tatt opp til notering og handel på norsk autorisert markedsplass. Endringen utvider også virkeområdet for enkelte andre bestemmelser i verdipapirhandelloven kapittel 2 som henviser til § 2-1 første ledd.

§ 2-3 tredje ledd legger kompetansen til å gjøre unntak fra forbudet mot handel i visse perioder for personer som nevnt i § 2-1 første ledd til Kredittilsynet. Endringen er en følge av at det åpnes for etablering av flere børser og av autoriserte markedsplasser og at en anser det hensiktsmessig at spørsmålet om det bør gis dispensasjon fra forbudet mot handel i visse perioder vurderes samlet av ett organ. Dette for å sikre en enhetlig praktisering av regelverket.

Endringen i § 2-6 første ledd utvider forbudet mot kursmanipulering til også å omfatte finansielle instrumenter tatt opp til notering og handel på norsk autorisert markedsplass.

Endringen i § 2a-4 er nærmere omtalt i punkt 15.2.

Forslagene til endring i verdipapirhandelloven §§ 3-1 og 3-3 er omtalt i punkt 8.3.14 og 9.1. Forslaget innebærer blant annet at tilsvarende oppgaver som børsen har etter bestemmelsene når det gjelder aksjer som ikke er børsnotert, legges til autorisert markedsplass i tilfeller hvor aksjene er tatt opp til notering og handel. Hvor aksjene er notert flere steder skal melding etter forslaget sendes alle steder hvor aksjene er notert.

Forslagene til endring i verdipapirhandelloven kapittel 5 er omtalt i punkt 9.1.

Etter gjeldende rett skal prospekt ved offentlige tilbud sendes til børsen for kontroll dersom prospektet gjelder børsnoterte finansielle instrumenter. Dersom prospektet gjelder verdipapirer som ikke er eller søkes børsnotert skal prospektet sendes børsen for registrering. Verdipapirhandelloven kapittel 5 tillegger videre børsen vedtakskompetanse på en rekke punkter vedrørende prospekt ved offentlige tilbud. Det foreslås i § 5-8 at ved tilbud som gjelder verdipapirer som ikke er eller søkes børsnotert skal prospektet sendes Foretaksregisteret for registrering før det offentliggjøres. Tilsvarende foreslås det at enkeltvedtakskompetansen etter verdipapirhandelloven kapittel 5 når det gjelder verdipapirer som ikke er eller søkes børsnotert overføres fra børsen til Foretaksregisteret. Som følge av at det åpnes for etablering av flere børser foreslås det videre at «børsen» erstattes med begrepet «vedkommende

børs». Sistnevnte endring foreslås både med hensyn til hvilket organ som skal kontrollere prospekt ved offentlige tilbud som gjelder børsnoterte finansielle instrumenter og enkeltvedtakskompetansen etter verdipapirhandelloven kapittel 5 hva gjelder slike instrumenter.

Forslaget til endring i verdipapirhandelloven § 6-5 er omtalt i punkt 9.2.

Forslaget til endring i verdipapirhandelloven § 7-1 er omtalt i punkt 5.1.

Forslaget til endring i verdipapirhandelloven § 12-1 er omtalt i punkt 9.1.2.

Til nr. 6. Lov av 17. juli 1998 nr. 56 om årsregnskap mv.

§ 5-8 første ledd nr. 3 foreslås endret. Forslaget er omtalt i punkt 5.1.

Finansdepartementet

t i l r å r :

At Deres Majestet godkjenner og skriver under et framlagt forslag til proposisjon til Stortinget om lov om børsvirksomhet m.m. (børsloven).

Vi HARALD, Norges Konge,

s t a d f e s t e r :

Stortinget blir bedt om å gjøre vedtak til lov om børsvirksomhet m.m. (børsloven) i samsvar med et framlagt forslag.

Tilråding fra Finansdepartementet ligger ved.

Forslag til lov om børsvirksomhet m.m. (børsloven)

Del I Innledende bestemmelser

Kapittel 1 Alminnelige regler

§ 1-1 Lovens formål

Lovens formål er å legge til rette for effektive, velordnede og tillitvekkende markeder for finansielle instrumenter.

§ 1-2 Lovens stedlige virkeområde

Loven gjelder virksomhet som børs eller autorisert markedsplass i Norge. Kongen gir forskrift om denne lovs anvendelse på Svalbard og kontinentalsokkelen og kan fastsette særlige regler under hensyn til de stedlige forhold.

Loven gjelder også virksomhet som norsk børs eller autorisert markedsplass driver i utlandet gjennom filial eller ved grensekryssende virksomhet, med mindre annet er fastsatt av departementet.

§ 1-3 Definisjoner

Med autorisert markedsplass menes foretak som organiserer eller driver et marked for finansielle instrumenter der det legges til rette for handel ved regelmessig og offentlig kursnotering av finansielle instrumenter.

Med børs menes foretak som organiserer eller driver et marked for finansielle instrumenter der det legges til rette for handel ved regelmessig og offentlig kursnotering og opptak av finansielle instrumenter til børsnotering i overensstemmelse med kravene i § 5-6 med forskrifter.

§ 1-4 Lovens anvendelse for markedsplasser for varederivater

Departementet kan i forskrift fastsette at denne lov og forskrifter gitt i medhold av denne lov helt eller delvis skal få anvendelse for foretak som organiserer eller driver et marked for varederivater. Departementet kan også i forskrift gi regler for slike foretak som utfyller, supplerer eller avviker fra regler gitt i eller i medhold av loven.

Kapittel 2 Krav om tillatelse mv.

§ 2-1 Tillatelse til å drive virksomhet som børs eller autorisert markedsplass

Virksomhet som børs eller autorisert markedsplass kan bare drives av foretak som har tillatelse til dette fra departementet.

Departementet avgjør i tvilstilfelle om en virksomhet omfattes av bestemmelsen i første ledd.

Foretak som ikke har tillatelse som børs etter denne lov kan ikke benytte betegnelsen børs i eller som tillegg til sitt navn, eller ved omtale av sin virksomhet, dersom bruken er egnet til å gi inntrykk av at foretaket har tillatelse som børs etter denne loven. Foretak som ikke har tillatelse som autorisert markedsplass etter denne loven kan ikke benytte betegnelsen autorisert markedsplass i eller som tillegg til sitt navn, eller ved omtale av sin virksomhet, dersom bruken er egnet til å gi inntrykk av at foretaket har konsesjon som autorisert markedsplass etter denne loven.

Med regulert marked menes foretak med tillatelse som børs eller autorisert markedsplass. Foretak som ikke har tillatelse som børs eller autorisert markedsplass kan ikke benytte betegnelsen regulert marked i eller som tillegg til sitt navn, eller ved omtale av sin virksomhet, dersom bruken er egnet til å gi inntrykk av at foretaket har konsesjon som børs eller autorisert markedsplass etter denne loven.

§ 2-2 Konsesjonsmyndighet. Søknad om tillatelse

Departementet kan gi tillatelse som børs eller autorisert markedsplass til foretak som oppfyller kravene i loven her. Søknad om tillatelse som børs eller autorisert markedsplass skal inneholde de opplysninger som er av betydning for behandling av søknaden og som viser at de lovbestemte krav er oppfylt. Utkast til regler og forretningsvilkår i henhold til kapittel 5 eller kapittel 6 skal vedlegges søknaden. Departementet kan be om ytterligere opplysninger.

Vedtak om tillatelse skal meddeles søker snarest mulig og senest seks måneder etter at søknaden ble mottatt. Dersom ikke søknaden inneholder opplysninger som er nødvendige for å avgjøre om tillatelse skal gis, regnes fristen fra det tidspunkt slike opplysninger ble mottatt.

§ 2-3 Bortfall, endring og tilbakekall av tillatelse

Tillatelse etter § 2-2 bortfaller dersom børs eller autorisert markedsplass kommer under konkursbehandling eller offentlig akkordforhandling.

Departementet kan helt eller delvis endre, herunder sette nye vilkår, eller tilbakekalle tillatelse som børs eller autorisert markedsplass dersom:

- a. foretaket ikke gjør bruk av tillatelsen innen tolv måneder, gir uttrykkelig avkall på tillatelsen eller har opphørt å drive virksomhet som børs eller autorisert markedsplass i mer enn seks måneder,
- b. foretaket har fått tillatelsen ved hjelp av uriktige opplysninger eller andre uregelmessigheter,
- c. foretaket ikke lenger oppfyller de vilkår som kreves for tillatelsen, herunder kravene til ansvarlig kapital og likviditet,
- d. foretaket alvorlig eller systematisk overtrer bestemmelser gitt i eller i medhold av lov,
- e. mislige forhold hos foretaket gir grunn til å frykte at en fortsettelse av virksomheten kan skade allmenne interesser, eller
- f. foretaket ikke etterkommer pålegg gitt i medhold av § 8-4 eller lov 7.

desember 1956 nr. 1 om tilsynet for kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper og verdipapirhandel mv. § 4 første ledd nr. 7.

§ 2-4 Sammenslåing og deling av børs mv.

Vedtak om sammenslåing og deling av foretak med tillatelse som børs skal meddeles departementet minst tre måneder før vedtaket gjennomføres. Tilsvarende gjelder ved avhendelse av en vesentlig del av børsens konsesjonspliktige virksomhet. Kongen avgjør i tvilstilfelle om en avhendelse omfatter en vesentlig del av den konsesjonspliktige virksomhet. Departementet kan innen tre måneder fra den dag melding er mottatt nekte sammenslåing, deling eller avhendelse som nevnt i første og annet punktum, sette vilkår for gjennomføring av transaksjonen eller endre den konsesjon som foreligger.

§ 2-5 Virksomhet i utlandet

Norsk børs eller autorisert markedsplass som skal utøve virksomhet i utlandet gjennom datterselskap eller filial, skal ha tillatelse fra departementet.

Del II Børs

Kapittel 3 Organisasjonsform, organer mv.

§ 3-1 Organisasjonsform

Børs skal være organisert som allmennaksjeselskap.

Vedtektene og endringer i disse skal forelegges departementet til godkjenning. Departementet kan gi forskrift om innhold og godkjenning av børsers vedtekter.

Vedtak om avhendelse av en vesentlig del av den konsesjonspliktige virksomheten skal treffes av generalforsamlingen med flertall som for vedtektsendring.

§ 3-2 Styre og ledelse

Børs skal ha et styre med minst fem medlemmer. Daglig leder kan ikke være medlem av styret.

Styremedlemmer, daglig leder og andre som faktisk deltar i ledelsen av børs skal ha relevante kvalifikasjoner og yrkeserfaring, ha ført en hederlig vandel, og for øvrig ikke ha utvist utilbørlig adferd som gir grunn til å anta at stillingen eller vervet ikke vil kunne ivaretas på forsvarlig måte.

Børs skal gi Kredittilsynet melding ved endring av styrets sammensetning og ved skifte av daglig leder eller andre som faktisk deltar i ledelsen av virksomheten. Meldingen skal så vidt mulig gis på forhånd, og inneholde nødvendige opplysninger om kvalifikasjoner og yrkeserfaring, vandel, verv eller stilling i annen virksomhet.

Kredittilsynet kan gi pålegg om at endringer ikke skal iverksettes dersom endringen kan antas å medføre at vilkårene i første og annet ledd ikke oppfylles.

§ 3-3 Kontrollkomité

Børs skal ha en kontrollkomité på minst tre medlemmer valgt av generalforsamlingen. Kontrollkomitéen skal føre tilsyn med at børsen følger lover, forskrifter og konsesjonsvilkår, samt vedtekter og vedtak truffet av børsens organer, og herunder vurdere sikkerhetsmessige forhold ved virksomheten. Generalforsamlingen skal fastsette instruks for kontrollkomitéen. Instruksen skal godkjennes av Kredittilsynet. Kontrollkomitéen skal hvert år gi melding til generalforsamlingen og Kredittilsynet om sitt arbeid. Kredittilsynet kan gi nærmere regler om sammensetningen av og virksomheten til børsers kontrollkomite.

§ 3-4 Internkontroll

Styret skal fastsette retningslinjer for internkontroll, og forvise seg om at internkontrollen etableres, gjennomføres og dokumenteres på en forsvarlig måte i samsvar med styrets retningslinjer og pålegg. Kredittilsynet kan gi nærmere regler om gjennomføringen av internkontroll.

Daglig leder skal sørge for at internkontroll etableres og gjennomføres i henhold til lov og forskrifter, samt styrets retningslinjer og pålegg.

§ 3-5 Revisor

Kredittilsynet kan gi nærmere regler om revisors arbeidsoppgaver i børs.

§ 3-6 Taushetsplikt

Tillitsvalgte, ansatte og revisor ved børsen plikter å hindre at noen får adgang eller kjennskap til det som de i sitt arbeid får vite om andres forretningsmessige eller personlige forhold hvis ikke annet følger av denne eller annen lov. Vedkommende må heller ikke gjøre bruk av slike opplysninger ved ervervsvirksomhet eller ved kjøp og salg av finansielle instrumenter. Bestemmelsene i forvaltningsloven §§ 13a til 13e får tilsvarende anvendelse.

Taushetsplikten gjelder også etter at vedkommende har sluttet i tjenesten eller vervet.

Taushetsplikt etter første og annet ledd i denne bestemmelse er ikke til hinder for at opplysninger gis tilsynsmyndighetene.

Departementet kan i forskrift eller ved enkeltvedtak gjøre unntak fra taushetsplikten overfor annen børs, verdipapirsentral, oppgjørssentral, autorisert markedsplass og utenlandske tilsynsmyndigheter.

§ 3-7 Habilitetsregler

Tillitsvalgte og ansatte ved børs må ikke delta i behandlingen eller avgjørelsen av spørsmål som har slik særlig betydning for egen del eller for noen nærstående at vedkommende må anses for å ha en fremtredende personlig eller økonomisk særinteresse i saken. Vedkommende må heller ikke delta i behandlingen eller avgjørelsen av noe spørsmål som har fremtredende økonomisk særinteresse for selskap, forening eller annen offentlig eller privat institusjon som vedkommende er knyttet til.

Departementet kan i forskrift fastsette begrensninger i ansatte og tillitsvalgtes adgang til å ha styreverv eller bierverv i selskap hvis finansielle instrumenter er opptatt til notering og handel på vedkommende børs. Departementet kan fastsette tilsvarende begrensning for ansatte og tillitsvalgte i foretak som inngår i samme konsern som børs.

§ 3-8 Adgang til å eie finansielle instrumenter m.m.

Børs kan ikke eie finansielle instrumenter som er opptatt til notering og handel på vedkommende børs, eller rettigheter til slike, med unntak av obligasjoner og sertifikater utstedt av en EØS-stat.

Børsens ansatte kan bare erverve eller avhende finansielle instrumenter i den utstrekning det følger av forskrift fastsatt av departementet. Departementet kan i forskrift fastsette begrensninger i tillitsvalgtes adgang til å foreta slike transaksjoner. Departementet kan fastsette forskrift om at ansatte og tillitsvalgte skal melde til børsen eller Kredittilsynet egne handler og handler foretatt av nærstående. Reglene i annet og trede punktum gjelder tilsvarende for ansatte og tillitsvalgte i foretak som inngår i samme konsern som børs.

Kapittel 4 Eier- og kapitalforhold mv.

§ 4-1 Eierbegrensninger

Ingen kan eie aksjer som representerer mer enn 10 prosent av aksjekapitalen eller stemmene i en børs. Likestilt med aksjeeie regnes erverv av rett til å bli eier av aksjer når dette må anses som reelt erverv av aksjene. Departementet kan i særlige tilfelle gjøre unntak fra reglene i leddet her.

Begrensningene i første ledd er ikke til hinder for at en børs eies 100 prosent av et foretak med hovedkontor i Norge som ikke driver annen virksomhet enn å forvalte eierinteresser i datterselskaper, og datterselskapene ikke driver annen virksomhet enn børsvirksomhet eller virksomhet som har naturlig sammenheng med dette. Første ledd gjelder tilsvarende for slike foretak.

Departementet kan gi tillatelse til at norsk eller utenlandsk børs eller annet foretak kan ha eierandeler svarende til inntil 25 prosent av aksjekapitalen eller stemmene i en børs som ledd i en strategisk samarbeidsavtale mellom foretakene vedrørende børsvirksomheten, når dette er vedtatt av generalforsamlingen i den eide børsen med flertall som for vedtektsendring, så lenge avtalen gjelder.

Dersom en aksjeeier besitter aksjer i strid med reglene i paragrafen her kan departementet fastsette frist for å bringe eierforholdet i overensstemmelse med loven. Dersom denne fristen overskrides, kan departementet selge aksjene etter reglene om tvangssalg av omsettelige verdipapirer så langt de passer. Tvangsfullbyrdelsesloven § 10-6 jf. § 8-16 kommer ikke til anvendelse. Vedkommende aksjeeier skal varsles om at tvangssalg vil bli foretatt to uker før salg foretas.

Inntil nedsalg eller tvangssalg har funnet sted kan aksjeeieren for den del av aksjene som overstiger tillatt nivå, ikke utøve andre rettigheter i selskapet enn retten til å heve utbytte og til å utøve fortrinnsrett ved kapitalforhøyelse.

§ 4-2 Stemmerettsbegrensninger

På generalforsamlingen i børs kan ingen stemme for mer enn 10 prosent av stemmene i foretaket eller for mer enn 20 prosent av de stemmer som er representert på generalforsamlingen.

Reglene i denne paragraf gjelder ikke på generalforsamling i børs som omfattes av bestemmelsene i § 4-1 første ledd tredje punktum, og annet og tredje ledd.

§ 4-3 Konsolidering av eierandeler

Likt med aksjeeierens egne aksjer regnes i forhold til reglene i § 4-1 og § 4-2 de aksjer som eies eller overtas av

- a) aksjeeierens ektefelle og en person som vedkommende bor sammen med i ekteskapslignende forhold,
- b) aksjeeierens mindreårige barn samt mindreårige barn til en person som nevnt i bokstav a) som aksjeeieren bor sammen med,
- c) selskap hvor aksjeeieren har slik innflytelse som nevnt i allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd,
- d) selskap innen samme konsern som aksjeeieren, og
- e) noen som det må antas aksjeeieren har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som aksjonær.

Departementet avgjør i tvilstilfelle om aksjer som aksjeeieren ikke eier skal likestilles med egne aksjer etter reglene i første ledd.

§ 4-4 Opptak til notering av finansielle instrumenter utstedt av børsen mv.

Børs kan ikke oppta til notering omsettelige verdipapirer utstedt av børsen, eller finansielle instrumenter knyttet til slike.

Departementet kan gi samtykke til at en børs opptar til notering omsettelige verdipapirer som er utstedt av et foretak som inngår i konsernforhold med vedkommende børs eller finansielle instrumenter knyttet til slike. Det kan stilles vilkår for slikt samtykke, herunder at slikt foretak skal underlegges særlig tilsyn fra Kredittilsynet, samt at foretaket skal ha opplysningsplikt overfor Kredittilsynet.

Departementet kan gi nærmere regler om prosedyrer, beslutning og kontroll vedrørende slikt opptak, om løpende notering og om tilsyn med utsteder og børsen.

§ 4-5 Krav til ansvarlig kapital

Børs skal til enhver tid ha en ansvarlig kapital som er forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av virksomheten i foretaket.

Ved vurderingen av foretakets risiko skal det blant annet tas hensyn til virksomhetsrisiko, kontraktsrisiko, operasjonell risiko og annen særlig risiko som foretakets virksomhet er eksponert for.

Departementet kan gi nærmere regler om hva som skal regnes som foretakets ansvarlige kapital, samt om minstekrav til ansvarlig kapital.

§ 4-6 Likviditetskrav

Børs skal ha en beholdning av likvide midler, eller tilgang på slike, som anses betryggende ut fra foretakets virksomhet og situasjon. Departementet kan gi nærmere regler om beregning av likvide midler og om hva som kan anses som betryggende beholdning.

Kapittel 5 Virksomhetsregler

§ 5-1 Generelle krav til virksomheten mv.

Børsvirksomhet skal drives med tilbørlig hensyn til prinsipper om effektivitet, nøytralitet og likebehandling av aktører samt for å sikre at markedet har god gjennomsiktighet og at kursnoteringen gjenspeiler de noterte instrumentenes markedsverdi.

Børs skal ha de systemer for gjennomføring av handel, kursnoteringer, gjennomsiktighet, informasjonsgivning og markedsovervåking som er nødvendige i forhold til den måten virksomheten er organisert på.

Til utfylling av denne lov med forskrifter skal børsen fastsette regler og forretningsvilkår om opptak til børsnotering, kursnotering, samt om rettigheter og plikter for utsteder av børsnoterte finansielle instrumenter og børsmedlemmer. En børs' regler og forretningsvilkår, og endringer i disse, skal innsendes til Kredittilsynet. Kredittilsynet kan kreve disse endret dersom de ikke oppfyller lov eller forskrift. Kredittilsynet kan fastsette frist for innsending av endring og tillegg i regler og forretningsvilkår før endringen eller tillegget settes i verk.

§ 5-2 Virksomhetsbegrensninger

I tillegg til børsvirksomhet kan børs bare drive virksomhet som har naturlig sammenheng med børsvirksomhet og som ikke svekker tilliten til børsens integritet og uavhengighet. Departementet avgjør i tvilstilfelle om vilkårene i første punktum er oppfylt.

Dersom børs driver oppgjørsvirksomhet etter verdipapirhandelloven kapittel 6 må virksomheten drives i eget foretak. Departementet kan i forskrift eller enkeltvedtak gjøre unntak fra bestemmelsen i første punktum.

Kredittilsynet kan pålegge børs som driver annen virksomhet, å drive denne i et eget foretak.

§ 5-3 Kursnotering

Kursnotering foregår gjennom de kjøps- og salgstilbud som fremsettes på børs, samt de avsluttede handler som finner sted på eller rapporteres til vedkommende børs.

Børs skal offentliggjøre kursnoteringene på en måte som sikrer god gjennomsiktighet.

Børs skal oppbevare innrapporterte opplysninger og holde dem offentlig tilgjengelige i minst 10 år.

Departementet kan gi nærmere regler om kursnotering, om børsmedlemmenes rapporteringsplikt og om børsens offentliggjøring av opplysninger innrapportert etter denne paragraf.

§ 5-4 Deltagelse i kursnotering. Børsmedlemskap

Bare børsmedlemmer opptatt av vedkommende børs kan delta i den handel og kursnotering som organiseres av børsen.

Børs kan bare oppta medlemmer som har en forsvarlig kapital, formålstjenlig organisasjon, og tilstrekkelige tekniske systemer, og som for øvrig anses skikket til å delta i kursnoteringen i forhold til de forpliktelser medlemskapet innebærer. Børsmedlem må ha de nødvendige offentlige tillatelser til å drive den virksomhet børsmedlemskapet etter sin art innebærer, og må oppfylle betingelser og plikter knyttet til børsmedlemskapet.

Børs skal gi foretak med hovedkontor i annen EØS-stat som i sitt hjemland har tillatelse til å yte investeringstjenester som nevnt i verdipapirhandelloven § 1-2 første ledd nr. 1 til 4 adgang til å delta i handel og kursnotering på like vilkår som andre børsmedlemmer.

Departementet kan fastsette nærmere regler om vilkår for medlemskap og medlemmers forpliktelser.

Børsmedlemmer samt tillitsvalgte og ansatte hos børsmedlem er uten hinder av taushetsplikt forpliktet til å gi vedkommende børs de opplysninger som er nødvendig for at den skal kunne oppfylle sine plikter etter denne lov og annen lovgivning.

§ 5-5 Opphør og suspensjon av børsmedlemskap

Børs kan bestemme at børsmedlemskapet skal opphøre dersom et børsmedlem opptrer i strid med lov eller forskrifter gitt i medhold av lov, ikke lenger tilfredsstillende vilkårene for medlemskap eller vesentlig misligholder sine plikter etter børsens regler og forretningsvilkår eller på annen måte viser seg uskikket som børsmedlem.

Børs kan på samme vilkår som nevnt i første ledd, suspendere et børsmedlem. Suspensjonen må ikke vare lenger enn påkrevet og ikke ut over 21 dager. Børsen kan dersom særlige grunner tilsier det vedta forlenget suspensjon for et bestemt tidsrom ut over 21 dager. Vedtak om suspensjon av børsmedlem, unntatt vedtak om ny suspensjon, kan ikke påklages.

Departementet kan gi nærmere regler om suspensjon av finansielle instrumenter fra børsnotering.

§ 5-6 Opptak til børsnotering

Finansielle instrumenter kan opptas til børsnotering dersom vedkommende børs finner at de finansielle instrumentene er egnet for dette og kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning. Opptak til børsnotering av omsettelige verdipapirer kan bare skje etter søknad fra utstederen. Ved avgjørelsen av om et omsettelig verdipapir skal anses egnet for børsnotering skal det blant annet legges vekt på utstederforetakets økonomi. Opptak til børsnotering av finansielle instrumenter som nevnt i verdipapirhandelloven § 1-2 annet ledd nr. 4 til 7, kan skje dersom det foreligger en betydelig handel med betryggende kursfastsettelse i det eller de underliggende finansielle instrumentene eller dersom det av et prospekt etter annet ledd i paragrafen her eller etter verdipapirhandelloven § 5-1 fremgår at slik handel må forventes å skje innen seks måneder fra tidspunktet fra offentliggjøring av prospektet.

Utsteder som søker opptak til børsnotering av omsettelige verdipapirer skal i samsvar med regler gitt i medhold av tredje ledd og § 5-1 tredje ledd utarbeide prospekt som skal offentliggjøres før kursnoteringen begynner. Børsen kan bestemme at det skal utarbeides prospekt eller annet informasjonsmateriale også ved opptak av finansielle instrumenter som ikke er omsettelige verdipapirer.

Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om vilkår for å oppta finansielle instrumenter til børsnotering, herunder om utsteders løpende forpliktelser, om utarbeidelse og offentliggjøring av prospekt eller andre opplysninger. Departementet kan i forskrift fastsette unntak fra kravet i første ledd om søknad fra utsteder av omsettelige verdipapirer som er børsnotert ved annen børs, samt fra reglene om utsteders opplysningsplikt i § 5-7 for omsettelige verdipapirer som er børsnotert.

§ 5-7 Opplysningsplikt for utstedere

Etter nærmere regler fastsatt av departementet skal utstederen av omsettelige verdipapirer offentliggjøre opplysninger av betydning for en riktig vurdering av verdipapirene, og sende slike opplysninger til den børs der verdipapirene er notert.

Børs kan kreve at utstedere av børsnoterte omsettelige verdipapirer, utsteders tillitsvalgte og ansatte uten hinder av taushetsplikt gir børsen de opplysninger som er nødvendige for at børsen skal kunne oppfylle sine lovbestemte plikter.

§ 5-8 Strykning fra børsnotering

Børs kan vedta at et finansielt instrument skal strykes fra børsnotering hvis det ikke lenger tilfredsstillende vilkårene for opptak eller hvis særlige grunner for øvrig tilsier det.

Utsteder av børsnoterte omsettelige verdipapirer kan søke om at disse skal strykes fra børsnotering.

Søknad om at aksjer skal strykes fra børsnotering kan bare fremmes dersom generalforsamlingen i utstederselskapet har besluttet dette med flertall som for vedtektsendringer. Søknad om at grunnfondsbevis skal strykes fra børsnotering kan bare fremmes dersom forstanderskapet i sparebanken har besluttet dette etter reglene for vedtektsendringer.

Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om strykning av finansielle instrumenter fra børsnotering.

§ 5-9 Suspensjon fra børsnotering

Børs kan vedta at et finansielt instrument skal suspenderes fra børsnotering dersom særlige grunner tilsier det. Suspensjonen må ikke vare lenger enn påkrevet og ikke i noen tilfelle utover 21 dager. Børsens vedtak om suspensjon kan ikke påklages.

Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om suspensjon av finansielle instrumenter fra børsnotering.

§ 5-10 Stans av handel og notering

Departementet kan i ekstraordinære situasjoner vedta at all notering og handel ved børs skal stanses. Så vidt mulig skal børsens og Kredittilsynets uttalelse innhentes før beslutning fattes. Dersom departementets vedtak ikke kan forventes, kan Kredittilsynet treffe slik avgjørelse. Dersom Kredittilsynets vedtak ikke kan forventes, kan børs treffe slik avgjørelse.

§ 5-11 Markedsovervåkning

Børs skal overvåke handelen og kursnoteringene og sørge for at dette skjer i overensstemmelse med lov og forskrifter samt børsens regler og forretningsvilkår. Departementet kan gi nærmere regler om markedsovervåkingen og om børsers medvirkning i myndighetenes tilsyn med verdipapirhandelen.

Børs kan kreve at verdipapirsentral og oppgjørssentral uten hinder av taushetsplikt gir slike opplysninger som er nødvendige for at børsen skal kunne oppfylle sine plikter etter første ledd. Opplysningene kan ikke benyttes til andre formål.

Departementet kan gi nærmere regler om opplysningsplikten etter annet ledd, herunder om innskrenkninger i denne og om det formål opplysningene kan benyttes til, samt om og i hvilken utstrekning det skal kunne kreves betaling for kostnader ved utlevering av opplysninger.

§ 5-12 Overtredelsesgebyr

Ved brudd på denne lov, forskrifter gitt i medhold av denne lov eller vesentlige brudd på børsens regler og forretningsvilkår, kan børs pålegge utsteder av finansielle instrumenter notert på vedkommende børs eller børsmedlemmer å betale et overtredelsesgebyr til børsen. Departementet kan gi nærmere regler om illeggelse av overtredelsesgebyr.

§ 5-13 Løpende mulkt

Børs kan pålegge et foretak eller en person som ikke oppfyller sin opplysningsplikt etter denne lov § 5-4 femte ledd eller § 5-7 eller forskrift gitt i medhold av § 5-4 fjerde ledd eller § 5-7 første ledd, en daglig løpende mulkt inntil opplysningsplikten er oppfylt. Pålegg om mulkt er tvangsgrunnlag for utlegg. Departementet kan gi nærmere regler om illeggelse av løpende mulkt.

§ 5-14 Forvaltningslovens anvendelse på avgjørelser truffet av børs

Når børs treffer avgjørelser etter denne lov §§ 5-4, 5-5, 5-6, 5-8, 5-9, 5-12 og 5-13, samt verdipapirhandelsoven kapittel 4 og 5 skal forvaltningslovens kap. III, IV, V, VI og VIII, med unntak av § 13, få anvendelse. Departementet kan fastsette nærmere regler om saksbehandlingen.

§ 5-15 Begrensninger i styrets handlefrihet i en overtagelsessituasjon

Styret i et børsnotert allmennaksjeselskap som befinner seg i en overtagelsessituasjon, kan ikke foreta en rettet emisjon til en eller flere bestemt angitte personer eller foretak på grunnlag av en fullmakt fra generalforsamlingen

etter reglene i allmennaksjeloven § 10-14, med mindre fullmakten går ut på dette. Kongen kan fastsette nærmere regler om når et allmennaksjeselskap skal anses for å være i en overtagelsessituasjon etter denne bestemmelse.

Del IV Autoriserte markedsplasser

Kapittel 6 Særregler for autorisert markedsplass

§ 6-1 Organisasjonsform

Autorisert markedsplass skal være organisert som allmennaksjeselskap.

§ 6-2 Krav til aksjeeiere

Erverv av betydelig eierandel i autorisert markedsplass kan bare gjennomføres etter at melding om dette på forhånd er sendt til Kredittilsynet.

Med betydelig eierandel menes direkte eller indirekte eierandel som representerer minst 10 prosent av aksjekapitalen eller stemmene, eller som på annen måte gjør det mulig å utøve betydelig innflytelse over forvaltningen av selskapet. Likt med vedkommende aksjeeiers egne aksjer regnes i denne sammenheng aksjer som eies av aksjeeiere som nevnt i § 6-3 nedenfor.

Kredittilsynet skal innen tre måneder fra den dag melding som nevnt i første ledd er mottatt, nekte slikt erverv dersom vedkommende aksjeeier ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket.

Ved avhendelse av eierandel som medfører at eierandelens størrelse kommer under grensene som nevnt i annet ledd, skal det gis melding til Kredittilsynet.

Kredittilsynet kan gi nærmere regler om plikten til å gi melding om foretakets aksjeeiere som nevnt i denne paragraf.

§ 6-3 Konsolidering av eierandeler

Likt med aksjeeierens egne aksjer regnes i forhold til reglene i § 6-2 de aksjer som eies eller overtas av

- a) aksjeeierens ektefelle og en person som vedkommende bor sammen med i ekteskapsliknende forhold,
- b) aksjeeierens mindreårige barn samt mindreårige barn til en person som nevnt i bokstav a) som aksjeeieren bor sammen med,
- c) selskap hvor aksjeeieren har slik innflytelse som nevnt i allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd,
- d) selskap innen samme konsern som aksjeeieren, og
- e) noen som det må antas aksjeeieren har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som aksjonær.

Departementet avgjør i tvilstilfelle om aksjer som aksjeeieren ikke eier skal likestilles med egne aksjer etter reglene i første ledd.

§ 6-4 Generelle krav til virksomheten mv.

Virksomhet som autorisert markedsplass skal drives med tilbørlig hensyn til prinsipper om effektivitet, nøytralitet og likebehandling av aktører samt for å sikre at markedet har god gjennomsiktighet og at kursnoteringene gjenspeiler de noterte instrumentenes markedsverdi.

Markedsplassen skal ha de systemer for gjennomføring av handel, kursnoteringer, gjennomsiktighet, informasjonsgivning og markedsovervåking som er nødvendige i forhold til den måten virksomheten er organisert på.

Til utfylling av denne lov med forskrifter skal markedsplassen fastsette regler og forretningsvilkår om opptak til notering og handel, kursnotering, samt om rettigheter og plikter for utsteder av finansielle instrumenter som er opptatt til notering og handel og for markedsplassens medlemmer. Markedsplassens regler og forretningsvilkår, og endringer i disse skal innsendes til Kredittilsynet. Kredittilsynet kan kreve disse endret dersom de ikke oppfyller lov eller forskrift. Kredittilsynet kan fastsette frist for innsending av endring og tillegg i regler og forretningsvilkår før endringen eller tillegget settes i verk.

§ 6-5 Virksomhetsbegrensninger

I tillegg til virksomhet som markedsplass kan autorisert markedsplass bare drive virksomhet som har naturlig sammenheng med markedsplassvirksomheten og som ikke svekker tilliten til markedsplassens integritet og uavhengighet. Departementet avgjør i tvilstilfelle om vilkårene i første punktum er oppfylt.

Dersom en autorisert markedsplass driver oppgjørsvirksomhet etter verdipapirhandelloven kapittel 6 må virksomheten drives i et eget foretak. Departementet kan i forskrift i eller enkeltvedtak gjøre unntak fra bestemmelsen i første punktum.

Kredittilsynet kan pålegge autorisert markedsplass som driver annen virksomhet, å drive denne i et eget foretak.

§ 6-6 Investeringsforetak med hovedkontor i annen EØS-stat

Autoriserte markedsplasser skal gi foretak med hovedkontor i annen EØS-stat som i sitt hjemland har tillatelse til å yte investeringstjenester som nevnt i verdipapirhandelloven § 1-2 første ledd nr. 1 til 4, adgang til å delta i handel og kursnotering på markedsplassen på like vilkår som andre medlemmer. Departementet kan gi nærmere regler til utfylling av bestemmelsene i denne paragraf.

§ 6-7 Opptak til notering og handel på autorisert markedsplass

Opptak til notering og handel av omsettelige verdipapirer kan bare skje etter søknad fra utsteder.

Utsteder som søker om opptak av omsettelige verdipapirer til notering og handel på autorisert markedsplass, skal i samsvar med regler gitt i medhold av annet punktum og § 6-4 tredje ledd utarbeide prospekt som skal offentliggjøres før kursnotering begynner. Departementet kan gi nærmere regler om utarbeidelse og offentliggjøring av prospekt. Autorisert markedsplass kan

bestemme at det skal utarbeides prospekt eller annet informasjonsmateriale også ved opptak av finansielle instrumenter som ikke er omsettelige verdipapirer.

Autoriserte markedsplasser kan oppta børsnoterte finansielle instrumenter til notering og handel. Departementet kan i forskrift fastsette unntak fra kravet i første ledd om søknad fra utsteder av omsettelige verdipapirer som er børsnotert, samt fra reglene om utsteders opplysningsplikt i § 6-8, jf. § 5-7 for omsettelige verdipapirer som er børsnotert. Markedsplassen skal rapportere gjennomførte transaksjoner ved markedsplassen i slike finansielle instrumenter til vedkommende børs etter nærmere regler fastsatt av departementet.

§ 6-8 Øvrige bestemmelsers anvendelse for autoriserte markedsplasser

Følgende regler for børsvirksomhet i denne lov kommer tilsvarende til anvendelse for autoriserte markedsplasser:

- § 3-2 om styre og ledelse
- § 3-4 om internkontroll
- § 3-6 om taushetsplikt
- § 3-7 om habilitet
- § 3-8 om adgang til å eie finansielle instrumenter m.m.
- § 4-4 om opptak til notering av finansielle instrumenter utstedt av børsen selv m.m.
- § 4-5 om krav til ansvarlig kapital
- § 4-6 om likviditetskrav
- § 5-3 om kursnotering
- § 5-4 femte ledd om opplysningsplikt for børsmedlem
- § 5-7 om opplysningsplikt for utsteder
- § 5-8 om strykning fra børsnotering
- § 5-9 om suspensjon fra børsnotering
- § 5-11 første ledd om markedsovervåkning
- § 5-12 om overtredelsesgebyr
- § 5-13 om løpende mulkt

Departementet kan fastsette nærmere regler for organiseringen av autoriserte markedsplassers virksomhet. Slike regler kan utfylle, supplere eller avvike fra regler gitt i eller i medhold av denne lov. Videre kan fastsettes om og i hvilken utstrekning § 5-11 annet og tredje ledd skal gis tilsvarende anvendelse for autoriserte markedsplasser.

§ 6-9 Forvaltningslovens anvendelse for avgjørelser truffet av autoriserte markedsplasser

Departementet kan i forskrift fastsette i hvilken utstrekning forvaltningsloven skal gjelde når autorisert markedsplass treffer avgjørelser. Departementet kan fastsette nærmere regler om saksbehandlingen.

Del IV Fellesbestemmelser

Kapittel 7 Klagenemnd og søksmålsadgang

§ 7-1 Oppnevning og kompetanse mv.

Departementet kan oppnevne en egen klagenemnd for å avgjøre klager på slike vedtak som nevnt i § 5-14. Klagenemnden skal ha en leder og en nestleder som begge skal ha juridisk embetseksamen. Departementet kan i forskrift fastsette at også andre vedtak fattet av børs enn de som er nevnt i § 5-14 skal kunne påklages, og fastsette unntak fra klageadgangen. Departementet kan i forskrift fastsette i hvilken utstrekning avgjørelser truffet av autorisert markeds plass kan bringes inn for klagenemnden.

I tvister mellom private parter som har tilknytning til de børsnoterte selskaper eller børsomsetningen eller tilsvarende tilknytning til en autorisert markeds plass, kan partene avtale at klagenemnden skal opptre som voldgifts nemnd etter nærmere regler fastsatt av departementet i forskrift.

Forvaltningsloven kommer til anvendelse for klagenemndens virksomhet. Departementet kan fastsette nærmere regler om frister, innholdet av klage, tilsvarende og muntlig forhandling og om klagenemndens sammensetning og virksomhet. Slike regler kan utfylle, supplere eller avvike fra regler gitt i eller i medhold av denne lov.

§ 7-2 Dekning av klagenemndens utgifter

Klagenemndens utgifter dekkes av børs og autoriserte markeds plasser etter fordeling fastsatt av departementet etter forslag fra klagenemnden. Departementet fastsetter medlemmenes godtgjørelse.

Det kan kreves gebyr for behandling av klage som angitt i § 7-1 første ledd. Departementet kan gi nærmere regler om når gebyr skal kreves, om gebyrenes størrelse og om innkrevingen.

Departementet kan gi nærmere regler om når en part kan bli tilkjent saksomkostninger fra det offentlige og om en parts rett til dekning av saksomkostninger fra andre parter.

§ 7-3 Søksmålsadgang

Søksmål mot vedtak som omhandlet i § 5-14 kan ikke reises før klageadgangen er utnyttet. Klagenemnden kan i særlige tilfeller gjøre vedtak om at det likevel kan reises søksmål mot avgjørelsen. Frist for søksmål er 6 måneder fra det tidspunkt klagen er avgjort eller tillatelse til søksmål er gitt.

Søksmål mot vedtak truffet av en børs eller autorisert markeds plass reises mot vedkommende foretak. Staten kan på ethvert trinn tre inn i saken som hjelpeintervenient og kan etter avtale med børsen eller den autoriserte markeds plassen overta saken.

Kapittel 8 Tilsyn

§ 8-1 Tilsynsmyndighet

Kredittilsynet forestår tilsyn med børs og autoriserte markeds plasser.

§ 8-2 Opplysningsplikt overfor Kredittilsynet

Børs, autorisert markedsplass og selskap i samme konsern som slike, har plikt til å gi de opplysninger som Kredittilsynet krever om forhold som angår foretakets virksomhet, samt til å fremvise og utlevere til Kredittilsynet dokumentasjon som angår virksomheten.

Dersom det inntreffer forhold som medfører risiko for at børs eller autorisert markedsplass ikke vil kunne oppfylle de fastsatte krav til ansvarlig kapital og likviditet, eller det oppstår andre forhold som kan innebære betydelig risiko knyttet til driften av foretaket, skal foretaket straks gi melding til Kredittilsynet om dette.

Utsteder av finansielle instrumenter som er børsnotert eller opptatt til handel på en autorisert markedsplass, plikter å gi Kredittilsynet de opplysninger som Kredittilsynet anser nødvendige for å avgjøre om det har skjedd overtredelse av bestemmelser gitt i eller i medhold av denne lov vedrørende de finansielle instrumentene. Børsmedlemmer samt tillitsvalgte og ansatte hos børsmedlem plikter å gi Kredittilsynet de opplysninger som Kredittilsynet anser nødvendig for å avgjøre om det har skjedd overtredelse av bestemmelser gitt i eller i medhold av denne lov vedrørende medlemskapet eller deltagelsen i handel på børs eller autorisert markedsplass.

§ 8-3 Innskrenking av Kredittilsynets taushetsplikt

Dersom Kredittilsynet gjennom sitt tilsyn med børs og autoriserte markedsplasser får grunn til å anta at noen er eller vil bli påført tap som følge av at bestemmelser i lov eller i medhold av lov ikke er overholdt, kan Kredittilsynet uten hinder av lovbestemt taushetsplikt underrette vedkommende om forholdet.

§ 8-4 Pålegg fra Kredittilsynet

Kredittilsynet kan gi børs eller autorisert markedsplass pålegg om retting dersom foretaket opptrer i strid med lov eller bestemmelser gitt med hjemmel i lov eller egne regler og forretningsvilkår. Tilsvarende gjelder dersom foretakets ledelse eller styremedlemmer ikke oppfyller kravene til hederlig vandel og erfaring som fastsatt i § 3-2 annet ledd.

Dersom en aksjeeier med betydelig eierandel ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket, eller en aksjeeier ikke har gitt melding til Kredittilsynet etter § 6-2 første ledd, eller erverver aksjer i strid med Kredittilsynets vedtak etter § 6-2 tredje ledd, kan Kredittilsynet gi pålegg om at stemmerettighetene knyttet til aksjene ikke kan utøves.

Kapittel 9 Sanksjoner

§ 9-1 Straff

Med bøter straffes den som forsettlig eller uaktsomt driver virksomhet som børs eller autorisert markedsplass uten tillatelse etter § 2-1 første ledd, eller benytter betegnelsen børs eller autorisert markedsplass i strid med § 2-1 tredje ledd.

Den som forsettlig eller uaktsomt tilsidesetter sin opplysningsplikt etter § 5-4 femte ledd eller § 5-7 straffes med bøter eller fengsel inntil 1 år eller begge deler. Tilsvarende gjelder for den som forsettelig eller uaktsomt tilsidesetter sin opplysningsplikt etter § 6-8, jf. § 5-4 femte ledd eller § 6-8, jf. § 5-7. Foreligger det særlig skjerpene omstendigheter kan fengsel inntil 3 år anvendes.

Tillitsvalgte eller ansatte ved børs eller autorisert markedsplass som forsettlig eller uaktsomt overtrer bestemmelser gitt i eller i medhold av denne lov, straffes med bøter eller under særlig skjerpene omstendigheter med fengsel inntil 1 år eller begge deler hvis ikke handlingen går inn under noen strengere straffebestemmelse.

Medvirkning straffes på samme måte.

Kapittel 10 Ikrafttredelses- og overgangsbestemmelser - endringer i andre lover

§ 10-1 Ikrafttredelses- og overgangsbestemmelser

Denne lov trer i kraft og lov av 17. juni 1988 nr. 57 om verdipapirbørs (børsloven) oppheves fra den tid Kongen bestemmer. De enkelte bestemmelser kan settes i kraft eller oppheves til ulik tid.

Børs som har tillatelse med hjemmel i lov av 17. juni 1988 nr. 57 om verdipapirbørs (børsloven) gis en frist på inntil to år fra lovens ikrafttredelse til å avvikle sin virksomhet. Eventuell søknad om tillatelse som børs etter denne lov må fremmes innen ett år fra lovens ikrafttredelse.

Kongen kan gi nærmere overgangsregler, herunder bestemme at hele eller deler av lov 17. juni 1988 nr. 57 om verdipapirbørs med forskrifter inntil videre skal gjelde for børs med tillatelse etter nevnte lov. Kongen kan gi bestemmelser om avvikling av eksisterende børser.

§ 10-2 Omdannelse

Selveiende institusjon som har tillatelse etter lov 17. juni 1988 nr. 57 om verdipapirbørs ved denne lovs ikrafttredelse skal innen to år fra ikrafttredelsen omdannes til allmennaksjeselskap.

Omdannelsen skal skje ved at børsens eiendeler og forpliktelser overføres til et nystiftet allmennaksjeselskap. Aksjene i det nystiftede selskapet skal selges. Den formue som oppstår ved salget av aksjene skal overføres til staten, og den selveiende institusjonen skal avvikles.

Kreditorer etter de overførte forpliktelser kan ikke kreve utløsning på grunn av omdannelsen eller motsette seg omdannelsen.

Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om omdannelsen, salg av aksjene og disponeringen av formuen.

§ 10-3 Endringer i andre lover

Det gjøres følgende endringer i andre lover. Disse endringene tar til å gjelde fra den tid Kongen bestemmer. De enkelte bestemmelser kan settes i kraft til ulik tid.

1. I lov av 7. desember 1956 nr. 1 om tilsynet for kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper og verdipapirhandel m.v. (kredittilsynsloven) gjøres følgende endringer:

§ 1 første ledd nr. 10 skal lyde:

10. Børser og autoriserte markedsplasser.

§ 3 annet ledd annet punktum skal lyde:

Institusjonen plikter når som helst å *gi alle opplysninger som tilsynet måtte kreve og å la tilsynet få innsyn i og i tilfelle få utlevert til kontrollinstitusjonens protokoller, registrerte regnskapsopplysninger, regnskapsmateriale, bøker, dokumenter, datamaskiner eller annet teknisk hjelpemiddel og materiale som er tilgjengelig ved bruk av slikt hjelpemiddel samt beholdninger av enhver art.*

§ 4 første ledd nr. 2 og 3 skal lyde:

- 2. å innrette sin internkontroll etter de bestemmelser tilsynet fastsetter,*
- 3. å sende inn oppgaver og opplysninger på den måten Kredittilsynet bestemmer også tilsynet mener det trenger for å kunne utføre sitt verv, herunder til statistiske formål,*

§ 4 første ledd nr. 4 oppheves.

§ 4 første ledd nr. 5 til 9 blir nye nr. 4 til 8.

§ 4 første ledd ny nr. 7 skal lyde:

- 7. å rette på forholdet dersom en institusjons organer ikke har overholdt sine plikter i henhold til bestemmelser gitt i eller i medhold av lov, eller handlet i strid med konsesjonsvilkår. Det samme gjelder dersom institusjonens organer ikke har overholdt vedtekter eller interne retningslinjer fastsatt etter bestemmelser gitt i eller i medhold av lov.*

§ 9 første ledd fjerde punktum skal lyde:

Slike utgifter skal allikevel ikke utliknes på eiendomsmeglerforetak og inkassoforetak og revisorer eller revisjonsselskap og regnskapsførere, regnskapsførerselskap eller regnskapslag.

§ 10 annet ledd skal lyde:

Hvis et pålegg av tilsynet *med hjemmel i bestemmelse gitt i eller i medhold av lov* ikke blir etterkommet, kan vedkommende departement bestemme at de personer eller den institusjon, institusjonenes morselskap eller morselskapet i det konsern som institusjonen er en del av, som skal oppfylle pålegget, skal betale en daglig løpende mulkt til forholdet er rettet. Pålegg om mulkt er tvangsgrunnlag for utlegg.

2. Lov 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond § 4-4 skal lyde:

§ 4-4. Kapitalinnskudd i verdipapirfond kan bare plasseres i verdipapirer som:

- a) er opptatt til offisiell notering på børs i en stat som er part i EØS-avtalen, *herunder verdipapirer som er opptatt til børsnotering på norsk børs*
- b) omsettes på et annet regulert marked som fungerer regelmessig og er åpent for allmennheten i stat som er part i EØS-avtalen
- c) er opptatt til offisiell notering på børs i en stat som ikke er part i EØS-avtalen eller som omsettes i slik stat på et annet regulert marked som fungerer regelmessig og er åpent for allmennheten, dersom børs og marked er angitt i verdipapirfondets vedtekter eller godkjent av tilsynsmyndigheten
- d) er nyutstedte dersom utstedelsesvilkårene inneholder bindende tilsagn om at det vil bli søkt om opptak til offisiell notering på børs, *herunder børsnotering på norsk børs*, eller marked som nevnt i bokstavene a, b og c. Opp- tak til offisiell notering, *herunder børsnotering på norsk børs*, må ha funnet sted senest innen ett år fra tegningsfristens utløp.

3. I lov av 21. juni 1985 nr. 78 om registrering av foretak gjøres følgende endringer:

§ 4-4 bokstav g) skal lyde:

- g) I aksjeselskap og allmennaksjeselskap skal de meldepliktige opplyse om aksjetegning er skjedd uten prospekt som nevnt i verdipapirhandelloven § 5-1. De meldepliktige skal i tilfelle vedlegge en underskrevet erklæring om hvorfor prospekt ikke var nødvendig. Er prospekt nødvendig, skal prospektet og alt annet tegningsmateriale vedlegges, og de meldepliktige skal bekrefte at alt tegningsmaterialet er innsendt til børsen i samsvar med verdipapirhandelloven § 5-7 og til foretaksregisteret i samsvar med verdipapirhandelloven § 5-8. *Plikten etter første punktum til å vedlegge prospekt gjelder ikke dersom prospektet allerede er innsendt til Foretaksregisteret i samsvar med verdipapirhandelloven § 5-8.* Disse reglene kommer tilsvarende til anvendelse på grunnfondsbevis og andel i kommandittselskap.

§ 5-1 fjerde ledd første punktum skal lyde:

Når grunnlaget for det som innkommer til registrering er tegning av aksje, grunnfondsbevis eller andel i kommandittselskap, skal registerførereren prøve om tegningsinnbydelse var nødvendig og i tilfelle om tegningsmaterialet er innsendt til børsen *for kontroll som nevnt i verdipapirhandelloven § 5-7 eller til foretaksregisteret for registrering som nevnt i verdipapirhandelloven § 5-8.*

4. Lov 10. juni 1988 nr. 40 om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner:

ny § 2-11a skal lyde:

§ 2-11a Begrensning av kredittinstitusjoners bruk av opplysninger om sikringsordninger i markedsføring.

Kongen kan ved forskrift fastsette regler som begrenser kredittinstitusjoners adgang til å bruke opplysninger om sikringsordninger i sin markedsføring.

5. I lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel gjøres følgende endringer:

§ 1-3 oppheves.

§§ 1-4 til 1-6 blir nye §§ 1-3 til 1-5.

§ 1-7 blir ny § 1-6 og skal lyde:

§ 1-6 Lovens anvendelse ved omsetning *på autorisert markeds plass*

Departementet kan fastsette at bestemmelser i denne lov som gjelder børsnoterte finansielle instrumenter, helt eller delvis skal gjelde tilsvarende for finansielle instrumenter som noteres på *autorisert markeds plass etter børsloven § 2-1 første ledd*.

Departementet kan fastsette at kompetanse som i denne lov *kapittel 4* er tillagt børsen, skal tillegges *Kredittilsynet*.

§ 2-1 første ledd første punktum skal lyde:

Tegning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter som er eller søkes notert på norsk børs *eller norsk autorisert markeds plass* eller tilskyn- delse til slike disposisjoner, må ikke foretas av noen som har presise og fortro- lige opplysninger om de finansielle instrumentene, utstederne av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumen- tene vesentlig.

§ 2-2 tredje ledd skal lyde:

Et foretak med børsnoterte finansielle instrumenter *eller med finansielle instrumenter notert på autorisert markeds plass*, skal føre lister over personer som mottar opplysninger som nevnt i § 2-1 første ledd og som ikke er ansatt eller tillitsmann i foretaket. Dersom de aktuelle opplysningene skal oversen- des *børs eller autorisert markeds plass etter børsloven § 5-7 eller § 6-8 jf. § 5-7*, skal listen vedlegges oversendelsen, *samt oversendes Kredittilsynet*. Foreta- ket plikter å oppbevare listene i minst 10 år.

§ 2-3 første ledd første punktum skal lyde:

Personer som nevnt i § 2-1 annet ledd kan ikke foreta tegning, kjøp, salg eller bytte av børsnoterte finansielle instrumenter *eller finansielle instrumenter notert på norsk autorisert markeds plass* utstedt av det foretaket de er tilknyttet i tidsrommet to måneder før offentliggjøring av styrets forslag til utsteders årsregnskap eller to måneder før foreløpig årsregnskap dersom dette offent- liggjøres tidligere.

§ 2-3 tredje ledd skal lyde:

Kredittilsynet kan i særlige tilfelle gjøre unntak fra denne bestemmelsen.

§ 2-6 første ledd skal lyde:

Ingen må søke uredelig å påvirke kursen på et finansielt instrument som er notert på norsk børs *eller norsk autorisert markeds plass*.

§ 2a-4 nytt tredje punktum skal lyde:

Ansatte i Folketrygdfondet kan likevel delta i beslutninger som nevnt i første punktum, selv om vedkommende er medlem av bedriftsforsamlingen i utstederforetaket. Departementet kan i forskrift gjøre tilsvarende unntak for ansatte i Statens nærings- og distriktsutviklingsfond, Husbanken, Norges Bank, Statens Bankinvesteringsfond og Statens Banksikringsfond.

§ 3-1 første ledd skal lyde:

Personer som nevnt i § 2-1 annet ledd skal straks gi norsk børs og autorisert markeds plass hvor aksjene er notert, melding om kjøp, salg eller tegning av aksjer utstedt av selskapet eller av selskaper i samme konsern. Det samme gjelder for selskapets handel med egne aksjer. Foretak som eier børsnoterte aksjer i et annet foretak eller aksjer i et annet foretak som er notert på autorisert markeds plass, og som på grunn av eierskapet er representert i vedkommende foretaks styre, må gi melding ved handel i slike aksjer. Meldingen skalsendes senest innen åpningen av børsen eller markeds plassen dagen etter at kjøp, salg eller tegning har funnet sted.

§ 3-1 fjerde og femte ledd skal lyde:

Selskapet skal sende oversikt over personer som nevnt i første ledd til vedkommende børs og autoriserte markeds plass. Meldingen skal inneholde den meldepliktiges navn og adresse, type tillitsverv eller stilling i selskapet og eventuell øvrig arbeidsstilling.

Meldepliktige etter første ledd skal sende vedkommende børs og autoriserte markeds plass oversikt over personer og selskaper som nevnt i tredje ledd dersom disse innehar finansielle instrumenter som nevnt i første ledd og annet ledd.

§ 3-3 tredje ledd skal lyde:

Vedkommende børs og autoriserte markeds plass skal offentliggjøre meldinger som nevnt i denne bestemmelse.

§ 5-1 første ledd tredje punktum skal lyde:

Vedkommende børs, eller Foretaksregisteret ved tilbud som nevnt i § 5-8, avgjør i tvilstilfelle om flere adskilte tilbud skal anses som ett tilbud.

§ 5-2 første ledd annet punktum skal lyde:

Vedkommende børs, eller Foretaksregisteret ved tilbud som nevnt i § 5-8, kan fastsette krav til omfanget av investeringsvirksomheten, herunder kapitalforhold, som vilkår for slik registrering.

§ 5-3 annet, tredje og nytt fjerde ledd skal lyde:

Ved tilbud som tar sikte på å skaffe til veie midler til ideelle formål, kan *vedkommende børs, eller Foretaksregisteret ved tilbud som nevnt i § 5-8*, gjøre unntak fra reglene i dette kapittel.

Vedkommende børs, eller Foretaksregisteret ved tilbud som nevnt i § 5-8, kan i enkeltvedtak helt eller delvis frita fra plikten til å offentliggjøre prospekt ved tilbud som gjelder obligasjoner eller tilsvarende omsettelige verdipapirer, som

- 1. utstedes fortløpende eller gjentatte ganger av finansinstitusjoner,
- 2. utstedes av selskaper eller andre juridiske personer som utøver sin virksomhet på grunnlag av statsmonopol, dersom vedkommende juridiske persons innlån er dekket av en ubetinget og ugjenkallelig statsgaranti, eller
- 3. utstedes av juridiske personer som er stiftet i henhold til særlov og hvis obligasjoner ved opptak til offisiell børsnotering sidestilles i den nasjonale regulering med obligasjoner som utstedes eller garanteres av staten.

Unntak som nevnt i tredje ledd kan også fastsettes av departementet i forskrift.

§ 5-5 annet ledd annet punktum skal lyde:

Tillegget skal *i samsvar med §§ 5-7 og 5-8* sendes *henholdsvis vedkommende børs eller Foretaksregisteret* og offentliggjøres uten ugrunnet opphold i samsvar med § 5-11.

§ 5-5 tredje ledd skal lyde:

Vedkommende børs, eller Foretaksregisteret ved tilbud som nevnt i § 5-8, kan kreve at prospekt utarbeides på norsk.

§ 5-6 innledningen skal lyde:

Vedkommende børs, eller Foretaksregisteret ved tilbud som nevnt i § 5-8, kan tillate at enkelte opplysninger utelates i prospekt [...]

§ 5-8 skal lyde:

Ved tilbud som gjelder verdipapirer som ikke er eller søkes børsnotert, skal prospektet sendes *Foretaksregisteret* for registrering før det offentliggjøres.

§ 5-9 skal lyde:

Vedkommende børs og Foretaksregisteret kan kreve gebyr av tilbyder til dekning av utgifter ved kontroll som nevnt i § 5-7 og registrering som nevnt i § 5-8.

§ 5-11 annet ledd annet punktum skal lyde:

Vedkommende børs, eller Foretaksregisteret ved tilbud som nevnt i § 5-8, kan fastsette at prospektet også skal stilles til disposisjon på andre måter.

Ny § 5-14 skal lyde:

§ 5-14 Klageinstans for vedtak truffet av Foretaksregisteret
Vedtak truffet av Foretaksregisteret med hjemmel i bestemmelser i dette kapittelet kan påklages til Kredittilsynet.

§ 6-5 nytt annet, tredje og fjerde ledd skal lyde:

Taushetsplikten etter første ledd er ikke til hinder for at ansatte, tillitsmenn og andre personer med bestemmende innflytelse i en oppgjørssentral utleverer opplysninger til børs som er nødvendige for at børsen skal kunne oppfylle sine plikter etter børsloven § 5-11 første ledd.

Departementet kan gi nærmere regler om utleveringsplikten etter første ledd, herunder om innskrenkninger i denne og om det formål opplysningene kan benyttes til, samt om og i hvilken utstrekning det skal kunne kreves betaling for kostnader ved utleveringen.

Departementet kan fastsette at bestemmelsene i annet og tredje ledd også skal gjelde i forhold til autorisert markedsplass.

§ 7-1 annet ledd skal lyde:

Tillatelse kreves ikke for den virksomhet som utøves av Norges Bank, forvaltningsselskaper for verdipapirfond, forsikringsselskaper, foretak med tillatelse til å drive virksomhet som opsjonssentral eller oppgjørssentral eller for virksomhet som utøves i medhold av tillatelse som børs eller autorisert markedsplass.

§ 12-1 tredje ledd skal lyde:

Dersom en børs eller autorisert markedsplass har grunn til å anta at det er benyttet urimelige forretningsmetoder, opptrådt i strid med god forretnings-skikk eller for øvrig handlet i strid med bestemmelsene i denne lov, skal dette meddeles Kredittilsynet.

6. Lov 17. juli 1998 nr. 56 om årsregnskap m.v. § 5-8 første ledd skal lyde:

Finansielle instrumenter som nevnt i verdipapirhandelloven § 1-2 annet ledd skal vurderes til virkelig verdi dersom de

- 1. er klassifisert som omløpsmiddel,*
- 2. inngår i en handelsportefølje med henblikk på videresalg,*
- 3. omsettes på børs eller i et regulert marked som nevnt i børsloven § 2-1, og*
- 4. har god eierspredning og likviditet.*

