NOU Norges offentlige utredninger **1999: 3**

Organisering av børsvirksomhet m.m.

Utredning fra Børslovutvalget oppnevnt ved kongelig resolusjon 6. juni 1997.
Avgitt til Finans- og tolldepartementet 15. desember 1998.

Statens forvaltningstjeneste
Statens trykning

Oslo 1999

Til Finans- og tolldepartementet

Finansdepartementet nedsatte 6. juni 1997 et utvalg for å utrede alternative modeller for organisering av børsvirksomhet.
Børslovutvalget legger med dette frem sin utredning med forslag om ny lov om børsvirksomhet m.m.

Oslo, den 15. desember 1998

Marius Ryel leder
Alexandra Bech
Jan Bjørland
Eirik Bunæs
Kjell Frønsdal
Mai-Lill Ibsen
Per Broch Mathisen
Norunn Dale Seland
Brit Fjogstad Selnes
Asta Tjølsen/Tom Hugo-Sørensen
Nigel Wilson
Bjørn O. Øiulfstad
Atle Degré
Kjell R. Hannevik

Kapittel 1

Utvalgets oppdrag og arbeid

1.1 Oppnevning, sammensetning og mandat

Børslovutvalget ble oppnevnt ved kongelig resolusjon 6. juni 1997. Utvalget har hatt følgende sammensetning (etter forslag fra organisasjoner e l i parentes):

- Advokat Marius Ryel (leder)
- Direksjonssekretær (nå assisterende direktør) 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 (nå ambassaderåd) Asta Tjølsen (Nærings- og handelsdepartementet)
- Administrerende direktør Nigel Wilson (Verdipapirfondenes Forening)
- Administrerende direktør Bjørn O. Øiulfstad (Norsk Oppgjørssentral ASA)

Direksjonssekretær (nå assisterende direktør) 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.

Advokat Atle Degré (Oslo Børs) og rådgiver Kjell R. Hannevik (Kredittilsynet) har fungert som sekretærer for utvalget.

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 meglertjenester. 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 vur-

dere 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.»

1.2 Utvalgets arbeid

Siden utvalget ble oppnevnt ved kongelig resulusjon 6. juni 1998, er det avholdt 23 ordinære møter og et to-dagers seminar.

Innledningsvis i utvalgets arbeid, ble representanter fra verdipapirforetaksbransjen, Den norske Bank ASA, Christiania Bank og Kreditkasse ASA, Nord Pool ASA, Norsk Oppgjørssentral ASA, Verdipapirsentralen, Norges Bank, Oslo Børs og Kredittilsynet invitert til å holde innledninger for utvalgets møter. Til seminaret var Professor lic. jur. Nis Jul Clausen fra Odense Universitetet i Danmark og Dag Sehlin, tidligere styremedlem i OM Gruppen, invitert til å holde innledninger for utvalgets drøftelser.

Kapittel 2

Sammendrag

2.1 Sammendrag

Børslovutvalget fremlegger med dette forslag til ny lov om børser m v med motiver. Den nye loven vil avløse den någjeldende lov om verdipapirbørs av 17. juni 1988 nr 57.

Utvalget legger i hovedsak frem en enstemmig innstilling, men for et begrenset antall enkeltbestemmelser foreligger avvikende forslag fra ulike mindretall. Disse er nærmere omtalt i motivene og i særmerknadene til den enkelte bestemmelse.

I *utvalget*s utredning gis i *"Innledning og oversikt – behovet for et effektivt og velfungerende marked for verdipapirer i Norge"* i kapittel 4 en oversikt og presentasjon av hovedpunktene vedrørende behovene for et effektivt og velfungerende marked for verdipapirer i Norge, samt en oversikt over hovedhensyn ved regulering av børsvirksomhet. *"Samfunnsøkonomiske sider ved børsvirksomhet og verdipapirmarkedet"* i Kapitlene 5 og *"Kapitalmarkedet i Norge"* i 6 inneholder nærmere beskrivelser av de samfunnsøkonomiske sider/hensyn ved børsvirksomhet og verdipapirmarkedet, og av kapitalmarkedet i Norge. *"Nåværende verdipapirmarkedsstruktur i Norge"* i Kapitlene 7 til 14 tar sikte på å beskrive faktiske og rettslige forhold av betydning for *utvalget*s vurderinger, herunder verdipapirmarkedsstrukturen i Norge, og særlig den eksisterende verdipapirbørsens organisering, oppgaver, virksomhet og forretningsmessige drift. Andre institusjoner i verdipapirmarkedet m v er behandlet i *"Andre institusjoner i markedet for verdipapirer og varederivater i Norge"* i kapittel 11. *"Internasjonale rammebetingelser for børsvirksomhet"* i Kapittel 12 og *"Organisering av børsvirksomhet i enkelte andre land"* i 13 redegjør for de internasjonale rammebetingelsene for børsvirksomhet og om organiseringen av slik virksomhet i enkelte andre land. De konkurransemessige forhold i Norge og internasjonalt er behandlet i *"Konkurranseforhold i Norge og internasjonalt"* i kapittel 14, som også behandler samarbeid og allianser m v mellom børser og andre markedsplasser. I *"Hovedhensyn ved regulering av børsvirksomhet"* i kapittel 15 har *utvalget* drøftet hvilke hovedhensyn som gjør seg gjeldende ved regulering av børsvirksomhet. De vurderinger som ligger til grunn for *utvalget*s lovforslag fremgår av *"Reguleringsbehov og konsesjonsordninger"* i kapitlene 16 til 27.

Utvalget foreslår at det tas inn en *formålsbestemmelse* i børsloven. Det foreslås at lovens formål skal være å legge til rette for effektive, velordnede og tillitvekkende markeder for finansielle instrumenter.

I samsvar med mandatet har *utvalget* lagt til grunn at det er behov for en effektiv og velordnet markedsplass for verdipapirer i Norge. Generelt påpekes at det er behov for et verdipapirmarked som finansieringskilde for næringslivet, typisk for tilgang til risikokapital. Et velfungerende nasjonalt verdipapirmarked kan særlig være til fordel for små og mellomstore bedrifter, gjennom språklig, kulturell og geografisk nærhet til markedsplassen. Et slikt marked gir investorer og selskapene mulighet til å operere under rammebetingelser de er fortrolige med og som er mer oversiktlige. Videre er det et generelt hensyn for *utvalget* at det eksisterer et tillitvekkende miljø for investeringer i verdipapirer og som gir et ordnet tilbud for plassering av sparekapi-

tal. Endelig vises til behovet for vedlikehold og videreutvikling av nasjonal kompetanse for forvaltning av finansielle ressurser, samt til at børsvirksomhet er verdiskapende virksomhet med positive ringvirkninger for tilknyttet infrastruktur og institusjoner i finansmarkedet.

I forhold til organisering av børsvirksomhet må rammebetingelsene legges til rette for at de nevnte hovedmålsettinger kan realiseres. Sentralt for *utvalget* er at norske markedsplasser må være konkurransedyktige både i Norge og i internasjonal sammenheng, samtidig som det må være muligheter for konkurranse i Norge. Markedsplassen må være tillitskapende og ha muligheter for og incitament til effektiv og funksjonell drift og produktutvikling.

I tråd med mandatet har *utvalget* vurdert alternative *organisasjonsformer* for børsvirksomhet. Etter gjeldende børslov er børs en selveiende institusjon med den særlige regulering av organer m v som følger av børsloven. *Utvalgets* forslag innebærer at foretak som driver børsvirksomhet kan være organisert som allmennaksjeselskap eller selveiende institusjon. Internasjonalt er aksjeselskapsformen den klart dominerende for børsvirksomheter. Den enkelte børs skal kunne velge hvilken organisasjonsform den ønsker. Med unntak for de forskjeller som følger av at børsen er organisert som allmennaksjeselskap eller selveiende institusjon, gir forslaget ett sett regler som gjelder uavhengig av organisasjonsform.

Generelt foreslås børser underlagt *alminnelig tilsyn* av Kredittilsynet, på linje med andre institusjoner i verdipapirmarkedet.

Forslaget inneholder bestemmelser om *omdannelse* til allmennaksjeselskap av børs organisert som selveiende institusjon etter gjeldende børslov eller etter den nye loven. Bestemmelsene innebærer at børsen ved børsrådet eller generalforsamlingen selv må avgjøre hvorvidt omdannelse skal finne sted. En eventuell omdannelse skal gjøres ved at den selveiende institusjon stifter et allmennaksjeselskap etter reglene i allmennaksjeloven, og overfører samtlige eiendeler og forpliktelser til dette selskapet. Aksjene i det nystiftede selskapet skal i utgangspunktet selges til utstedere og børsmedlemmer etter en fordeling fastsatt av børsrådet (generalforsamlingen). Et *mindretall i utvalget* går inn for at det initiale spredningssalg av aksjer ved eventuell omdannelse skal skje fritt i markedet og ikke begrenses som nevnt. *Utvalget* har ellers lagt til grunn at salg av aksjer bør skje til en mest mulig riktig markedspris. I forbindelse med omdannelsen skal det opprettes en børsstiftelse som skal forvalte den formue som oppstår ved salg av aksjene, og den selveiende institusjonen skal avvikles. Børsstiftelsens formål skal være fremme av et velfungerende norsk marked for finansielle instrumenter. Børsstiftelsen skal ledes av et styre valgt av et råd som skal være allsidig sammensatt og ha representanter fra ulike offentlige institusjoner og private organisasjoner som har særlig interesse i børsstiftelsens formål. Børsens vedtak om omdannelse, som også omfatter omdannelsesplan og vedtekter for børsstiftelsen, skal godkjennes av Kongen.

For børs organisert som *selveiende institusjon* foreslås en rekke endringer i forhold til dagens lov. Det lovfestede forbud mot å kunne ha overskudd som formål bortfaller. For disse vil allmennaksjeloven med enkelte unntak gjelde tilsvarende så langt den passer. Videre innebærer forslaget at bestemmelser om organisering, ledelse, kapitalkrav m v i størst mulig grad gjøres lik det som vil gjelde for børs organisert som allmennaksjeselskap. Til forskjell fra dagens ordning betyr det at det må etableres vedtekter, som blant annet skal angi hvilke interesser som skal representeres i børsens øverste organ, og hvordan

disse skal velges. I loven foreslås dette organet betegnet som generalforsamling, men vedtektene kan fastsette et annet navn. Ved sammensetning av generalforsamlingen for børs som er selveiende institusjon skal det etter forslaget legges vekt på at de valgte medlemmer tilsammen avspeiler børsens kundestruktur og andre interessegrupper samt børsens samfunnsfunksjon.

Lovforslaget inneholder krav om at børsens styremedlemmer, daglig leder og andre som deltar i ledelsen av børsen skal ha relevant erfaring og ha ført en hederlig vandel. Børser skal ha et styre på minst 5 medlemmer.

Børser skal etter forslaget ha en *kontrollkomité* valgt av generalforsamlingen. Kontrollkomitéen skal føre tilsyn med at virksomheten følger lover, forskrifter og vilkår, samt vedtekter og vedtak truffet av foretakets organer. Et *mindretall i utvalget* støtter ikke forslaget om lovfesting av krav om kontrollkomitè.

For børs organisert som allmennaksjeselskap innebærer forslaget *eierbegrensninger*, ved at ingen skal kunne eie aksjer som representerer mer enn 20 prosent av aksjekapitalen eller stemmene i foretaket. Et *mindretall i utvalget* går inn for en eiergrense på 10 prosent. Et annet *mindretall i utvalget* går inn for korresponderende stemmerettsbegrensninger for enkeltaksjonærer.

En børs skal likevel kunne eies 100 prosent av et rent holdingselskap, som er underlagt tilsvarende eierbegrensninger, forutsatt at de øvrige datterselskapene ikke driver annen virksomhet enn børsvirksomhet eller virksomhet som naturlig har sammenheng med dette. Videre foreslås at Kongen etter søknad kan gi tillatelse til eierandeler på inntil 30 prosent som ledd i strategiske samarbeidsavtaler vedrørende børsvirksomheten. Det foreslås også en generell unntakshjemmel for særlige tilfelle.

Det foreslås at det for *aksjeeier med betydelig eierandel* i foretaket (10 prosent eller mer) skal stilles krav om at vedkommende er egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket. Erverv av slike eierandeler må derfor meldes til Kredittilsynet, som skal nekte erverv dersom aksjeeieren ikke oppfyller kravet. Det *mindretall i utvalget* som foreslår en eierbegrensningsregel på 10 prosent, har under denne forutsetning ikke funnet behov for en regel som nevnt.

Børs vil etter forslaget ikke kunne ta opp sine egne aksjer eller andre finansielle instrumenter til *notering på egen børs*. Det åpnes likevel opp for at Kongen kan gi samtykke til at en børs opptar til notering finansielle instrumenter som er utstedet av foretak som inngår i konsernforhold med vedkommende børs.

Foretak som driver børsvirksomhet skal etter forslaget til enhver tid ha en *ansvarlig kapital* som er forsvarlig ut fra omfanget og risikoen ved foretakets virksomhet. Den ansvarlige kapitalen kan i foretaket ikke på noe tidspunkt være lavere enn et beløp i norske kroner tilsvarende 730 000 ECU. Et *mindretall i utvalget* støtter ikke forslaget om en særskilt fastsatt minstekapital. *Utvalget* foreslår videre at en børs skal ha en beholdning av likvide midler, eller tilgang på slike, som kan anses betryggende utfra foretakets virksomhet og situasjon.

Lovforslaget viderefører i stor grad de *oppgaver og den myndighet* børser er tillagt etter gjeldende lov. Virksomheten skal etter forslaget 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.

Et hensyn bak forslaget til endret organisasjonsform har vært å redusere børsers tilknytning til offentlig forvaltning, som ledd i å styrke børsers konkurranseevne. Videre er det et formål å øke børsers fleksibilitet i forhold til markedets behov og at børser skal kunne ha størst mulig fokus på kjernevirksomheten. Gjennomgang av børsers oppgaver viser imidlertid at de fleste oppgaver børsen i dag har fortsatt vil være en del av det å drive børsvirksomhet etter forslaget til ny lov. Dette gjelder organisering av handel, opptak til offisiell notering, strykning fra offisiell notering, opptak av nye medlemmer o s v. Enkelte av børsens oppgaver i dag har likevel en fjernere sammenheng med selve børsvirksomheten, særlig oppgaver og myndighet som retter seg mot personer og foretak som ikke er børsens direkte brukere. *Utvalget* har på denne bakgrunn foreslått at håndhevelse av reglene i verdipapirhandelloven § 5-8 om registrering av prospekter for verdipapirer som ikke er eller søkes børsnotert, ikke lenger bør utføres av børsen, men av et forvaltningsorgan. *Utvalget* har antatt at Brønnøysundregistrene vil være egnet til en slik oppgave. *Utvalget* har også vurdert om håndhevelsen av reglene om tilbudsplikt og frivillig tilbud i verdipapirhandelloven kapittel 4 bør overføres til andre organ enn børsen, for eksempel Kredittilsynet eller et eget nyopprettet organ for dette formål. *Utvalget* har imidlertid etter en samlet vurdering funnet at håndhevelsen av disse reglene fortsatt bør tilligge den børs det børsnoterte selskapet er notert ved.

Arbeidsdelingen mellom børs og Kredittilsynet forsåvidt gjelder håndhevelse og kontroll av verdipapirhandellovens regler om flagging, meldeplikt, innsidehandel, handleforbud, kursmanipulasjon, god forretningsskikk m v foreslås i hovedsak videreført. Det foreslås likevel at Kredittilsynet overtar enkelte mindre oppgaver som børsen i dag har. Dette gjelder blant annet adgangen til å gjøre unntak fra verdipapirhandelloven § 2-3 om forbud mot handel i visse perioder.

Børsers lovbestemte oppgaver og forretningsvilkår foreslås som i dag regulert av hovedprinsipper som fastsettes i børsloven, men med utfyllende regler i forskrifter. Det er *utvalget*s utgangspunkt at loven sammen med forskriftene vil inkorporere de EØS-direktivene som gjelder for et «regulert marked» og for offisiell børsnotering av verdipapirer. Innenfor de rammer lov og forskrift angir skal og kan børsen fastsette regler og forretningsvilkår. Børsens regler og forretningsvilkår, og endringer i disse, skal sendes til tilsynsmyndigheten som kan kreve disse endret dersom de ikke oppfyller lov eller regler gitt i medhold av lov.

En børs kan etter forslaget i tillegg til børsvirksomhet bare *drive annen virksomhet* som har naturlig sammenheng med børsvirksomhet. *Utvalget* har i motivene antatt at det særlig vil være to kategorier av virksomhet hvor dette kan være aktuelt: Den ene kategori er aktiviteter som har preg av bivirksomhet til det å være foretak som driver børsvirksomhet, f eks salg av informasjon fra kursnoteringene o l. Den andre kategorien er virksomhet knyttet til andre deler av verdipapirkjeden enn selve børsvirksomheten, som for eksempel oppgjørsvirksomhet. Kredittilsynet kan pålegge børs å drive tilknyttet virksomhet i eget foretak.

Etter forslaget skal det være krav om *offentlig konsesjon* for å drive børsvirksomhet. Børsvirksomhet er definert 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. Bare virksomhet eller foretak som har tillatelse etter loven vil kunne benytte betegnelsen børs i eller som tillegg til sitt navn ved omtale

av sin virksomhet. Vilkår for konsesjon er at foretaket tilfredsstiller de ulike vilkår som er angitt i loven, og for øvrig anses skikket til å sørge for at virksomheten foregår på en måte som er i tråd med lovens bestemmelser.

Lovforslaget innebærer også at foretak som organiserer eller driver et marked for finansielle instrumenter der det legges til rette for handel ved regelmessig offentlig kursnotering, uten at verdipapirer m v opptas til offisiell notering med de krav til dette som følger av EU-direktivene m v, kan gis konsesjon som *autorisert markedsplass*. Hensikten er å gi et velordnet og regulert tilbud til små og mellomstore bedrifter som ikke fyller vilkårene for å få sine verdipapirer opptatt til notering på en børs. En autorisert markedsplass skal organiseres som allmennaksjeselskap. Det er ikke foreslått *plikt* til å innhente konsesjon som autorisert markedsplass for foretak som driver slik virksomhet. *Utvalgets* forslag bygger imidlertid på at slik virksomhet som markedsplass for finansielle instrumenter vil omfattes av krav til konsesjon som verdipapirforetak etter verdipapirhandelloven, for de tilfeller hvor virksomheten ikke er konsesjonspliktig som børs eller har konsesjon som autorisert markedsplass.

For autoriserte markedsplasser gjelder enkelte av de kravene lovforslaget stiller til børser. Dette innebærer særlig at virksomheten må tilfredsstille de krav som følger av investeringstjenestedirektivets definisjon av et «regulert marked», men ikke kravene etter EU-direktivet om opptak av verdipapirer til «offisiell notering på fondbørs».

Gjeldende lovs ordning med en offentlig oppnevnt og uavhengig *børsklagenemnd* som klageorgan for børsers forvaltningsrettslige vedtak foreslås i hovedsak videreført. Klagenemnden vil etter forslaget være felles for alle børser og autoriserte markedsplasser som omfattes av loven.

Børser og autoriserte markedsplasser vil etter forslaget undergis *tilsyn av Kredittilsynet*. Børser og autoriserte markedsplasser får i den forbindelse forpliktelser som tilsvarer det andre av Kredittilsynets tilsynsobjekter er undergitt. Både for børser og autoriserte markedsplasser gjelder krav til styre og daglig leder om etablering og gjennomføring av retningslinjer om internkontroll. Børser skal dessuten som nevnt (etter *flertallets* forslag) ha en kontrollkomité som skal føre tilsyn med at børsens virksomhet følger lover, forskrifter og vilkår samt vedtekter og vedtak truffet av foretakets organer.

Utvalget har foreslått en videreføring av *straffebestemmelsen* i gjeldende børslov, med nødvendige tilpasninger til at børsråd fjernes som organ for børser og til at bestemmelsen gis tilsvarende anvendelse for autoriserte markedsplasser.

2.2 Summary in English

The *Commission on the Stock Exchange Act* hereby presents its proposal for a new Act on Stock Exchanges etc., together with the rationale for its conclusions. The new act will replace the current Stock Exchange Act (No. 57 of 17 June 1988).

While the Commissions proposal is by and large unanimous, it incorporates divergent recommendations from various minorities of the *Commission* in respect of a small number of individual provisions. These are detailed in the *Commission's* rationale and in special comments on the individual provisions.

Chapter 4 of the *Commission's* report gives an overview and presentation of key factors related to the need for an efficient and smoothly functioning

market for securities in Norway, and an overview of important considerations connected with the regulation of stock exchange activities. Chapters 5 and 6 give a description of socio-economic aspects/considerations pertaining to stock exchange activities, and of the capital market in Norway. Chapters 7 to 14 describe actual conditions and legal factors of significance for the *Commission's* assessments, including the structure of the securities market in Norway, and particularly the present stock exchange's organisation, functions, activities and commercial operation. Other institutions in the securities market etc., are dealt with in chapter 11. Chapters 12 and 13 give an account of the international regulatory framework for stock exchange activity and of how such activities are organised in certain other countries. Competitive conditions in Norway and internationally are considered in chapter 14, which also deals with co-operation and alliances etc., between stock exchanges and other market places. In chapter 15 the *Commission* discusses the principle considerations in connection with the regulation of stock exchange activities. The assessments underlying the *Commission's* law proposal are set out in chapters 16 to 27.

The *Commission* calls for the inclusion of a *purpose clause* in the Stock Exchange Act. It recommends that the purpose of the Act should be to provide the basis for trust and confidence in efficient, orderly markets for financial instruments.

In keeping with its mandate the *Commission* starts out from the premise that Norway needs an efficient and orderly market place for securities. In general terms it points to the need for a securities market as a source of finance for commerce and industry, typically for access to risk capital. A smoothly functioning national securities market is likely to be of particular advantage to small and medium sized enterprises through linguistic, cultural and geographical proximity to the market place. A national market gives investors and companies the opportunity to operate under a framework and conditions they are familiar with and which are more transparent than those they would find in an international market. A further general point of importance to the *Commission* is the existence of an environment that inspires trust and confidence and offers an orderly system for investment and savings. Finally attention is drawn to the need to maintain and further develop national know-how in the management of financial resources, and to the fact that stock exchange activity is a wealth-generating activity with spin-off benefits for associated infrastructure and institutions in the financial markets.

Where the organisation of stock exchange activity is concerned, the regulatory framework must be designed to enable the main objectives mentioned above to be achieved. Of central importance for the *Commission* is the need for Norwegian market places to be competitive in relation to international competitors, at the same time as there must be scope for competition in Norway. The market place must inspire trust and confidence and provide opportunities for and stimulate efficient and functional operation and product development.

In keeping with its mandate the *Commission* has assessed alternative *forms of organisation* for stock exchange activity. According to the existing Stock Exchange Act a stock exchange is a self-owned institution whose decision making bodies etc., are specifically regulated by the Stock Exchange Act. The *Commission's* proposal entails that an undertaking engaged in stock exchange activity may be organised as a public limited company or as a self-owned institution. Internationally the limited company form is clearly the rule for stock exchange undertakings. The individual stock exchange should be able to choose its preferred form of organisation. Apart from the differences resulting

from the stock exchange being organised as a public limited company or self-owned institution, the proposal lays down a single set of rules that applies irrespective of the legal form of organisation.

The *Commission* proposes that in general stock exchanges should be subject to *ordinary supervision* by Kredittilsynet (the Banking, Insurance and Securities Commission of Norway) in line with other institutions in the securities market.

The proposal contains provisions governing conversion to public limited company of a stock exchange organised as a self-owned institution under the present Stock Exchange Act or under the new act. The provisions entail that the stock exchange in the shape of the stock exchange council or the general meeting must itself decide whether or not conversion should take place. If conversion is opted for, the self-owned institution should form a public limited company under the rules of the Act on Public Limited Companies and transfer all its assets and liabilities to this company. The shares in the newly formed company should in principle be sold to the users of the stock exchange – i.e. issuers and stock exchange members – based on a distribution formula prescribed by the stock exchange council (general meeting). A *minority of the Commission* advocates that the initial sale of shares in connection with conversion should be directed to the market as a whole and not be restricted to issuers and stock exchange members. The *Commission* also proposes that shares should be sold at a price that reflects their market value as closely as possible. When conversion takes place a stock exchange foundation should be set up to manage the assets arising from the sale of shares, and the self-owned institution should be wound up. The foundation's mission should be to promote a smoothly functioning Norwegian market for financial instruments. It should be managed by a board of directors appointed by a broad-based council drawing representatives from various public institutions and private organisations with a special interest in the foundation's mission. The stock exchange's resolution on conversion, which will also encompass a conversion plan and statutes for the foundation, will be subject to approval by the King.

For stock exchanges organised as *self-owned* institutions a number of changes are proposed in relation to the present act. The statutory prohibition against profit as an explicit objective is removed. The Act on Public Limited Companies will, with certain exceptions and insofar as appropriate, apply to such institutions. Further, the proposal entails that provisions on organisation, management, capital requirements etc., will as far as possible be identical to the provisions that will apply to exchanges organised as public limited companies. In contrast to the present system this will require statutes to be framed which inter alia state what interests are to be represented on the exchange's most senior decisionmaking body and how they are to be appointed. The commission proposes that in the Act this body should be termed the general meeting, but that the statutes may prescribe another name. As regards the composition of the general meeting of a stock exchange which is a self-owning institution, the proposal states that the appointed members should collectively reflect the exchange's customer structure and other interest groups as well as the exchange's role in the community.

The law proposal requires the exchange's directors, general manager and others participating in the management of the exchange to have relevant experience and to be of sound repute. Stock exchanges will be required to have a board of at least five directors.

According to the proposal stock exchanges must have a *control committee* appointed by the general meeting. The control committee will oversee the exchange's compliance with laws, regulations and other requirements, as well as with statutes and resolutions passed by the institution's bodies. A *minority of the Commission* is not in favour of a statutory control committee requirement.

For stock exchanges organised as public limited companies the proposal sets *ownership restrictions* in that no single shareholder will be permitted to hold shares representing more than 20 per cent of the share capital or voting rights in the institution. A *minority of the Commission* advocates a limit of 10 per cent. Another *minority of the Commission* calls for a corresponding limitation on voting rights for individual shareholders.

A stock exchange may nonetheless be wholly owned by a pure holding company that is subject to corresponding ownership restrictions, provided that the remaining subsidiaries do not carry on business other than stock exchange activities or business naturally related to stock exchange activities. It is also recommended that the King upon application be empowered to grant authorisation for holdings of up to 30 per cent as part of agreements in respect of strategic co-operation concerning stock exchange activities. A general exception clause is proposed for special cases.

The *Commission* proposes that a rule be introduced requiring *shareholders with a qualifying holding* in the stock exchange (10 per cent of more) to be fit and proper to ensure sound and prudent management of the institution. Acquisition of such holdings must therefore be notified to Kredittilsynet which should refuse to authorise an acquisition if the shareholder fails to meet this requirement. The *minority of the Commission* calling for a rule limiting ownership to 10 per cent concludes, with reference to this figure, that there is no need for a rule as mentioned.

According to the proposal a stock exchange will not be able to admit its own shares or other financial instruments to *quotation on its own exchange* . Nevertheless the King is empowered to authorise a stock exchange to admit to quotation financial instruments issued by institutions that form part of a group together with the stock exchange in question.

Institutions engaged in stock exchange activity must at all times have *sufficient capital* commensurate with the scope of and risk represented by their activities. An institution's capital may at no time fall below an amount in Norwegian kroner corresponding to ECU 730,000. A *minority of the Commission* does not support the proposal for a prescribed minimum level of capital. The *Commission* also recommends that a stock exchange should maintain a holding of liquid funds, or have access to such funds, that can be considered as satisfactory in relation to the institution's activities and situation.

The law proposal largely retains the *functions and the authority* that are assigned to stock exchanges under the present Act. The proposal requires activity to be operated in conformity with the purpose of the Act with due account taken of principles of efficiency, neutrality, non-discrimination of market participants and a high degree of transparency in the market, thereby ensuring that price quotations reflect the quoted instruments' market value.

One of the aims in recommending changes in stock exchanges' organisational form is to reduce their links to public administration as a step in strengthening their competitiveness. A further aim is to increase stock exchanges' flexibility in relation to the market's needs and to enable stock exchanges to focus as far as possible on their core activities. An examination

of stock exchanges' functions shows however that the bulk of the exchange's current tasks will continue to be part of the business of running a stock exchange under the proposed new Act. This is true of organisation of trading, admission to official listing, removal from official listing, admission of new members etc. Some of the exchange's current tasks are nonetheless somewhat removed from stock exchange operations proper, especially tasks and authority where persons and undertakings that are not direct users of the exchange are involved. Against this background the *Commission* recommends that responsibility for enforcing the rules of the Securities Trading Act section 5-8 on registration of prospectuses for securities which are not quoted on a stock exchange or for which quotation has not been sought should no longer rest with the stock exchange but with a public administrative agency. The *Commission* considers that The Brønnøysund Register Centre would be suited to such a task. The *Commission* has also considered whether responsibility for enforcing the rules governing mandatory offer obligations and voluntary offers in the Securities Trading Act chapter 4 should be transferred to bodies other than the stock exchange, for example Kredittilsynet or an agency established for the purpose. After an overall assessment the *Commission* concluded that responsibility for enforcing these rules should remain with the stock exchange on which the company in question is listed.

According to the proposal the current division of responsibilities between the stock exchange and Kredittilsynet as regards enforcement and supervision of the Securities Trading Act's provisions on disclosure of acquisitions of large shareholdings, notification requirements, insider trading, prohibition against trading, price manipulation, good business practice etc., will in the main be retained. Kredittilsynet will however take over certain minor functions currently in the hands of the stock exchange. These include the power to make exceptions from the Securities Trading Act section 2-3 on prohibition against trading in certain periods.

It is proposed that stock exchanges' statutory tasks and commercial terms should, as today, be regulated by principles set out in the Stock Exchange Act, but supplemented by rules set out in regulations. The *Commission's* point of departure is that the Act together with regulations will incorporate those EEA directives that apply to a «regulated market» and to official stock exchange quotation of securities. Within the framework set by law and regulations the stock exchange will be required and empowered to establish its own rules and terms of business. The stock exchange's rules and terms of business, and changes in these rules and terms, must be communicated to the supervisory authority which may require them to be altered if they fail to satisfy the law or rules laid down in pursuance of law.

According to the proposal a stock exchange may, in addition to stock exchange activity, only *carry on other business* that is naturally related to stock exchange activity. In its reasoning the *Commission* assumes that there are two categories in particular where this may be relevant: One category is activities that are ancillary to the business of a stock exchange, for example the sale of information on prices quotations etc. The other category is activity related to parts of the securities chain other than stock exchange activity proper, for example settlement activity. Kredittilsynet may order an exchange to carry on related activity in a separate undertaking.

According to the law proposal a *government licence* will be required to carry on stock exchange activity. Stock exchange activity is defined as the organisation or operation of a market for financial instruments where a basis is laid for

trading through regular and public quotation and admission of financial instruments to official listing. Only activity or institutions licensed under the law will be able to use the term «stock exchange» in or appended to their name when describing their activity. To qualify for a licence the institution must satisfy the various conditions set out in the Act, and otherwise be regarded as fit to ensure that its operations are conducted in a manner which is in keeping with the provisions of the Act.

The law proposal also entails that an institution which organises or operates a market for financial instruments in which a basis is laid for trading through regular public price quotation without securities etc., being admitted to official listing with the requirements thereby entailed by European Union directives etc., may be granted a licence as an *authorised market place.* The intention is to make a well-organised and regulated facility available to small and medium sized enterprises whose securities do not qualify for admission to quotation on a stock exchange. An authorised market place must be organised as a public limited company. The *Commission* does not propose that institutions engaged in such activity should be *obliged* to obtain a licence as an authorised market place. Its recommendation does however build on the idea that a market place for financial instruments will be subject to licensing as an investment firm under the Securities Trading Act in those cases where the activity is not subject to licensing as a stock exchange or licensed as an authorised market place.

Some of the requirements imposed by the law proposal on stock exchanges apply to authorised market places. This entails above all that the activity must satisfy the requirements entailed by the investment services directive's definition of a «regulated market» but not the requirements of the EU directive on the admission of securities to «official stock exchange listing».

The *Commission* recommends that the present Act's arrangement involving a publicly appointed and independent *stock exchange appeal board* as an appeal body for stock exchanges' administrative decisions should essentially be retained. According to the law proposal the appeal board will be common to all stock exchanges and authorised market places encompassed by the Act.

According to the law proposal stock exchanges and authorised market places will be placed under *Kredittilsynet's supervision.* Stock exchanges and authorised market places will thereby have obligations equivalent to those imposed on other entities under Kredittilsynet's supervision. Requirements on the board of directors and general manager as regards the establishment and implementation of guidelines and internal control apply both to stock exchanges and authorised market places. As mentioned, stock exchanges (pursuant to the *majority's* recommendation) must also have a control committee charged with overseeing that the activity of the stock exchange complies with laws, regulations and conditions as well as statutes and resolutions passed by the institution's bodies.

The *Commission* recommends retaining the *penal provision* in the present Stock Exchange Act, with necessary adjustments to allow for the removal of the stock exchange council as a stock exchange body and to enable the provision to apply correspondingly to authorised market places.

Kapittel 3

Historisk oversikt

3.1 Børser og børsvirksomhet

Den forrige revisjon av børslovgivningen i Norge resulterte i vedtagelsen av gjeldende børslov av 17. juni 1988 nr 56 Til grunn for revisjonen lå utredningen i NOU 1985:33 Lov om verdipapirbørs (børsloven) fra et utvalg som ble oppnevnt 1. august 1980. Om «den historiske utvikling av børsvirksomhet i Norge» heter det i NOU 1985:33 følgende (side 11-12):

> «De første børsene i Europa oppsto i Nord-Italia og Flandern på 1500-tallet. Ved siden av å forestå omsetning av varer og notering av vareprisen, var disse eldste børser også omsetningssteder for veksler. Utover på 1600- og 1700-tallet utviklet det seg i tillegg handel med og noteringer av aksjer på børsene.
>
> I Norge ble tanken om å opprette et børsvesen først aktuell i begynnelsen av 1800-tallet. Kretser innen handelsstanden tok da kontakt med det nyopprettede norske Storting med sikte på å få vedtatt en lov som åpnet for opprettelse av børs. Loven ble vedtatt i 1818, og allerede neste år ble det opprettet børser i henholdsvis Christiania og Trondhjem.
>
> De oppgaver som ble tillagt børsen var flersidige. Børsen hadde som hovedoppgave å være et samlingssted hvor de handlende kunne avtale og avgjøre alt hva angikk handel og det som hørte dertil. De to viktigste oppgaver var å forestå auksjoner av kjøpmannsvarer, skip og skipsparter, samt å notere kurser på utenlandsk valuta. Børsen skulle dessuten holde et visst oppsyn med meglervirksomheten. Likeledes skulle den avgi uttalelser til det offentlige om handelsspørsmål hvor dette ble ansett ønskelig. Ved å skaffe seg opplysninger fra tollboden om ankomne skip og deres last, etablerte den seg dessuten som et informasjonssenter for det lokale handels- og næringsliv.
>
> Som følge av den stadige utvikling av handelen i landets større byer på 1800-tallet, ble det med hjemmel i børsloven etter hvert opprettet børser flere steder. Bergen fikk sin børs i 1837 (her skal imidlertid tilføyes at Bergen allerede i 1813 ved privat foranstaltning hadde fått etablert en børs), og samme år ble det også opprettet en børs i Kristiansand. Videre fikk Drammen børs i 1839, Stavanger i 1878, Kristiansund i 1894, Skien i 1895 (senere nedlagt), Ålesund i 1905, Sandefjord i 1912 (senere nedlagt), Haugesund i 1914 og Fredrikstad i 1921.
>
> 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 privatøkonomiske 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 Bergens Børs, Trondheim Børs og Christianssands Børs. Virksomheten var her av mer beskjeden karakter og omfang enn ved Oslo Børs. Den besto hovedsakelig av notering av kurser på lokale verdipapirer.

Den virksomhet som fant sted på børsene på 1800-tallet var av forholdsvis beskjedent omfang. I 1860-årene opphørte også ordningen med at børsen skulle forestå auksjon av varer. Overfor handelsnæringen fremsto børsen hovedsakelig som en informasjonssentral. Fra rundt 1900 ble imidlertid børsens rolle for handelsstanden utvidet, idet børsen ved å forestå noteringer på ulike vareslag, nå ble etablert som en varebørs. Dette gjaldt både for eksportvarer og importvarer. Samtidig begynte børsen å publisere oppgaver over frakteslutninger innen skipsfarten. Børsen etablerte seg også som en voldgiftsdomstol i spørsmålet angående varetvister.

Den første verdenskrig medførte en sterk økning i aktiviteten på børsen, særlig når det gjaldt verdipapiromsetningen. Aktiviteten hadde sterke islett av spekulasjon. Etter hvert som de økonomiske nedgangstider satte inn på 1920-tallet sank omsetningen av verdipapirer kraftig. Den økonomiske nedgang sammen med offentlige tiltak mot valutauro og fremveksten av prisregulering førte til at valutabørsens virksomhet etter hvert ble redusert. Manglende interesse for notering av fraktrater førte dessuten til at denne del av børsvirksomheten etter hvert forsvant.

Like etter første verdenskrig ble det tatt initiativ til å få utarbeidet en mer tidsmessig lov om børser. Som resultat ble det i 1931 vedtatt en ny lov om børser til avløsning av loven av 1818. Da virksomheten ved landets børser varierte både i omfang og innhold og én og samme børs kunne drive forskjellig slags virksomhet, fikk den nye børsloven på mange områder en forholdsvis generell form. Den kunne heller ikke anses å innebære noe radikalt brudd med loven av 1818. Den viktigste endring var antagelig at utviklingen av børsen som kursfastsettelsesorgan, særlig på verdipapirsektoren, nå ble nedfelt i lovbestemmelser.

Utviklingen frem til i dag har medført at kursnoteringene på varer har falt bort samtidig som børsens rolle som informasjonssenter og organ for handelsnæringen er blitt sterkt redusert. Handelsstandsforeninger og lokale handelskammer har for en stor del overtatt de oppgaver vedrørende handelsnæringen som børsen før hadde. Fra midten av 1970-årene har det ikke vært foretatt notering av varepriser over børs. Virksomheten i dag konsentrerer seg om omsetning og notering av aksjer og obligasjoner, og den notering av valutakurser som finner sted på Oslo Børs. Dette har medført at børsvirksomheten ved de av våre børser som ikke har verdipapirbørs, nå enten er blitt betydelig redusert eller helt har opphørt.

Som følge av utviklingen på verdipapirmarkedet har Oslo Børs foretatt nødvendige endringer i regelverk og organisasjon. Det er bl.a. innført en betydelig kontroll med emisjonsvirksomheten for obligasjoner gjennom en rekke detaljerte krav i børsens kursnoteringsreglement. Lignende bestemmelser er også inntatt i reglementet til andre norske børser hvor det noteres obligasjonslån. Kravene til informasjon fra de børsnoterte selskaper er blitt skjerpet. Det stilles f eks krav til innsendelse av delårsrapporter. Kravene til årsoppgjør er blitt harmonisert med reglene i aksjeloven av 1976.

Oslo Børs har i de senere år arbeidet med å styrke sitt tekniske og administrative apparat og man har i økende grad prioritert børsens informasjonsoppgaver. De senere års økte aktiviteter på verdipapirmarkedet har dessuten medført at børsreglementet er supplert med nye regler vedrørende fusjon og oppkjøpssituasjoner. Den såkalte meglerlisten er lagt ned og det er opprettet en ny Børs 2 hvor små og mellomstore samt nyere selskaper som ikke oppfyller kravene for notering på hovedlisten, er tatt opp. De selskaper som tidligere sto på «meglerlisten» er overført dit.»

Om utviklingstrekk ved valutabørsen heter det (side 12-13):

«Etter børsloven av 1818 var en av børsens oppgaver å notere kurser på utenlandsk valuta. En offentlig oppnevnt valutakomite foresto noteringene. Denne komiteen var et offisielt organ på valutapolitikkens område. Børsnoteringene av valuta tjente således som en stabiliserende faktor for valutaforholdene.

Bakgrunnen for at det ble børsen og ikke Norges Bank som fikk denne sentrale rolle, var bl.a. at direksjonen i Norges Bank på denne tid holdt til i Trondheim og dermed var adskilt fra det økonomiske sentrum i hovedstaden. Valutahandelen i Norge var forholdsvis beskjeden den første halvdel av 1800-tallet.

I siste halvdel av 1800-tallet ble det opprettet nye forretningsbanker i landet. Disse overtok etter hvert den rolle private meglere hadde hatt, bl.a. som rådgivere for valutakomitéen. Etter at Norges Banks hovedsete i 1896 ble flyttet til hovedstaden økte bankens innflytelse på valutakursfastsettelsene på børsen.

Etter en periode med urolige forhold på valutamarkedet begynte Norges Bank sammen med valutabankene å delta på daglige møter valutakomitéen avholdt for å fastsette valutakursene. Utover i 30-årene fikk Norges Bank en sterkere stilling i valutaomsetningen og kursfastsettelsen, bl.a. som følge av opphevelsen av gullstandarden.

I gjenoppbyggingsfasen etter krigen engasjerte det offentlige seg direkte i valutapolitikken og de daglige kursnoteringer. Den valutaregulering som fulgte i Norge medførte at Norges Bank fastsatte kursene på valuta, selv om apparatet med valutabørs og kursnoteringsutvalg besto. Aktiviteten på valutabørsen var beskjeden. En viss oppmyking av valutakontrollen utover i 1950-årene medførte noe mer virksomhet på valutabørsen, og kursnoteringsutvalget fikk igjen noe av sin tidligere betydning. Norges Bank beholdt imidlertid sin sentrale stilling og opptrådte aktivt med intervensjoner for å hindre valutafluktasjoner.

Da USA i august 1971 opphevet dollarens gullkonvertibilitet, brøt det internasjonale fastkurssystem sammen. Etter en periode med flytende valutakurser høsten 1971, ble det på slutten av året inngått en internasjonal avtale (the Smithsonian agreement) med sikte på å stabilisere valutakursene. Et ytterligere skritt ble tatt i mars 1972 for å stabilisere valutakursene i EF-landene ved opprettelsen av det såkalte slangesystemet. Norge ga uttrykk for å ville følge den fastlagte svingingsmarginen for EF-valutaene. Dollaren ble devaluert på nytt i februar 1973 og dette medførte en overgang fra avtalebindende fastkurssystem til det nåværende flytesystem. Norge sluttet seg til en ordning som seks land innen EF hadde vedtatt, om å holde seg innenfor vedtatte svingningsmarginer. Sentralbankene var imidlertid ikke forpliktet til å intervenere for å holde dollaren innenfor bestemte svingningsmarginer.»

Om børsstrukturen i Norge før revisjonen av 1988 heter det (side 14):

> «I Norge er det idag ti institusjoner, som benytter betegnelsen børs. Både arten og omfanget av den virksomhet som drives ved børsene er imidlertid høyst forskjellige.
>
> Oslo Børs er den dominerende verdipapirbørs, hvor det foregår kursnoteringer og omsetning av verdipapirer. For øvrig er det bare ved børsene i Bergen og Trondheim at det foretas kursnotering på verdipapirer. Først og fremst dreier det seg her om lokale papirer. For Kristiandsand's vedkommende bortfalt grunnlaget for kursnoteringer fra 1. januar 1984, fordi det fra det tidspunkt bare finnes ett fondsmeglerforetak i byen.
>
> De øvrige norske børser (Ålesund, Drammen, Fredrikstad, Haugesund, Kristiansund N og Stavanger) kan ikke karakteriseres som verdipapirbørser i moderne forstand. Enkelte av dem deltar i den årlige fastsettelse av ligningsverdien for visse lokale papirer. Ellers er deres virksomhet meget beskjeden, og oppgavene som blir ivaretatt varierer fra børs til børs.»

Lovrevisjonen som ble startet i 1980, endte som nevnt opp med vedtagelsen av børsloven av 17. juni 1988, som ble satt i kraft, og avløste 1931-loven, fra 21. desember 1988.

I forbindelse med opprettelse av børsklagenemnden i 1989 ble det vedtatt visse tilpasninger ved lovendring av 9. juni 1989 nr 29. For øvrig har børsloven i det vesentlige bestått undret frem til i dag, dog med visse justeringer i forbindelse med vedtagelsen av ny verdipapirhandellov av 19. juni 1997 nr 79.

En lang og tradisjonsrik epoke i Oslo Børs' historie endte 31. august 1991. Da ble den siste av Oslo Børs' opprinnelige funksjoner avviklet, nemlig noteringen av valuta. Norges Bank har siden da forestått valutakursstillelse.

I mai 1990 åpnet derivatmarkedet på Oslo Børs. I februar 1997 ble et elektronisk samarbeid innledet med derivatbørsene OM Stockholm og OMLX i London som muliggjorde handel i både svenske og norske produkter for medlemmer av hver av de tre børser.

Det gamle auksjonssystemet for handel av verdipapirer ble avviklet i 1988, da et elektronisk handelsstøttesystem ble introdusert på Oslo Børs. Kontinuerlig handel kunne nå praktiseres og det muliggjorde samtidig desentralisert handel for visse verdipapirer. Obligasjonshandelen har siden oktober 1989 foregått på denne måten, ved at meglerne handler fra sine egne kontorer med terminaler knyttet opp mot Børsens system.

Med børsloven av 1988 fikk eksisterende børser en frist på inntil tre år til å avvikle sin virksomhet, med mindre de søkte og fikk godkjennelse som børs etter den nye loven. Fra 1991 var Oslo Børs eneste børs i Norge. Bergen Børs og Trondheim Børs ble 1. januar 1991 slått sammen med Oslo Børs. Det ble etablert stiftelser, eller børsfond, som videreførte de to distriktsbørsenes kapital. Børsenes virksomhet ble videreført som avdelingskontorer av Oslo Børs i de to byene, og ved at de noterte selskapene fikk anledning til å videreføre sin notering på Oslo Børs på særskilte distriktslister. Disse listene ble innlemmet i den ordinære listestrukturen fra april 1992.

3.2 Verdipapirsentralen

Foranledningen til etablering av en verdipapirsentral i Norge var de problemer omsetningsøkningen i verdipapirmarkedet førte med seg de første årene på 80-tallet. Aksjeomsetningen økte fra 1,7 mrd kr i 1982 til 31,8 mrd kr i 1985 og obligasjonsomsetningen økte fra 5,8 mrd kr i 1983 til 75,9 mrd kr i 1985.

Dette påførte blant annet omsetningsapparatet store problemer med avvikling og oppgjør og aksjeselskapene problemer med å ha oversikt over sine eiere og hvem som hadde hvilke rettigheter knyttet til aksjene.

Verdipapirsentralen (VPS) ble opprettet i medhold av verdipapirsentralloven av 14. juni 1985 nr 62, som trådte i kraft 15. oktober 1985. Etablering av en verdipapirsentral innebar at de fysiske verdipapirer ble erstattet med et dokumentløst system og registrering av verdipapirer og rettigheter til disse i VPS. Det ble opprettet et sentralt rettighetsregister mens registrering og saksbehandling foregikk desentralt. Med et slikt register kunne man gjennomføre den nødvendige rasjonalisering uten å svekke erververnes stilling. Besparelsene ville blant annet ligge i mulighetene for sikker og rask registrering av endrede eier- eller andre rettsforhold, et sentralt pengeoppgjør mellom meglere med Norges Bank som oppgjørsbank, en rask ajourføring av aksjeeierregistrene, en effektiv gjennomføring av emisjoner, bedre oversikt over investorers samlede portefølje, bedre service overfor aksjeselskaper og låneutstedere og gode avstemnings- og kontrollmuligheter. Verdipapirsentralloven regulerer sentralens virksomhetsområde, organisering, ansvar, deltagere og hva som skal eller kan registreres.

Verdipapirsentralens oppbygging er basert på grunnsystemer som ble kjøpt fra den danske verdipapirsentralen. Systemene ble tilpasset norske forhold, og i løpet av 1986 var 100 aksjeselskaper og 632 obligasjonslån registrert med 580.000 aksjonærer.

3.3 Oppgjørssentraler

Norsk Oppgjørssentral ASA (NOS) ble etablert i 1987. Selskapet er en videreføring av Norsk Opsjonsmarked (NOM) som fusjonerte med Norsk Clearing Central (NCC) i 1991. Teknologien som benyttes er den som ble etablert av NCC. NCC ble opprettet av Det norske Veritas i 1989 med formål å virke som opsjonssentral for clearing av aksjeopsjoner handlet over Oslo Børs, men da Veritas ikke ville benytte konsesjonen som ble gitt i mars 1990 ble selskapet solgt.

Opsjonshandel på Oslo Børs kom i gang i mai 1990.

Utgangspunktet for virksomheten i 1990 var clearing av standardiserte aksjeopsjoner. I 1992 ble virksomheten utvidet til også å omfatte clearing av futures, ettersom det i september dette år ble åpnet for handel med standardiserte futures i Norge. Produktet det ble handlet i var futures på OBX-indeksen. Clearing av rentefutures, eller futures med statsobligasjon som underliggende, ble satt i gang i 1993.

NOS' heleide datterselskap NOS Kraft ASA ble opprettet i november 1994, etter at NOS inngikk en samarbeidsavtale med Statnett Marked A/S (nå Nord Pool ASA) om utvikling av clearingtjenester i kraftmarkedet. Clearingen av kraftfutures startet opp høsten 1995, og NOS Kraft er leverandør av clearing- og oppgjørstjenester til Nord Pool ASA sine norske kunder. I 1996 ble det åpnet for bilateral låneordning for aksje market-makere, denne ble utvidet til å bli en generell ordning i 1997. Høsten 1996 startet NOS clearing av ikke-standardiserte derivater. Innføringen av LEC, Linked Exchange and Clearing, skjedde i februar 1997. NOS har i 1998 lansert Straight Through Delivery versus payment (STD), som er en oppgjørsordning for oppgjør av verdipapirhandler direkte mot investors egen bankkonto.

Kapittel 4

Innledning og oversikt – behovet for et effektivt og velfungerende marked for verdipapirer i Norge

4.1 Kort om behovet for verdipapirmarkeder generelt (nasjonalt og internasjonalt)

I dette kapitlet tas det sikte på å gi en oversikt og presentasjon av hovedpunktene vedrørende behovene for et effektivt og velfungerende marked for verdipapirer i Norge. Det vises særlig til behandlingen i *"Samfunnsøkonomiske sider ved børsvirksomhet og verdipapirmarkedet"* i kapittel 5 om Samfunnsøkonomiske sider ved børsvirksomhet og verdipapirmarkedet, 15 om Hovedhensyn ved regulering av børsvirksomhet, og til omtale av konkurransesiden i *"Konkurranseforhold i Norge og internasjonalt"* i kapittel 14.

Verdipapirmarkedets samfunnsøkonomiske rolle er slik beskrevet i NOU 1995:1 Investeringsforetak side 21 annen spalte:

> «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 kapitalakkumulasjonen 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 mv. <\
>
> -> 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.

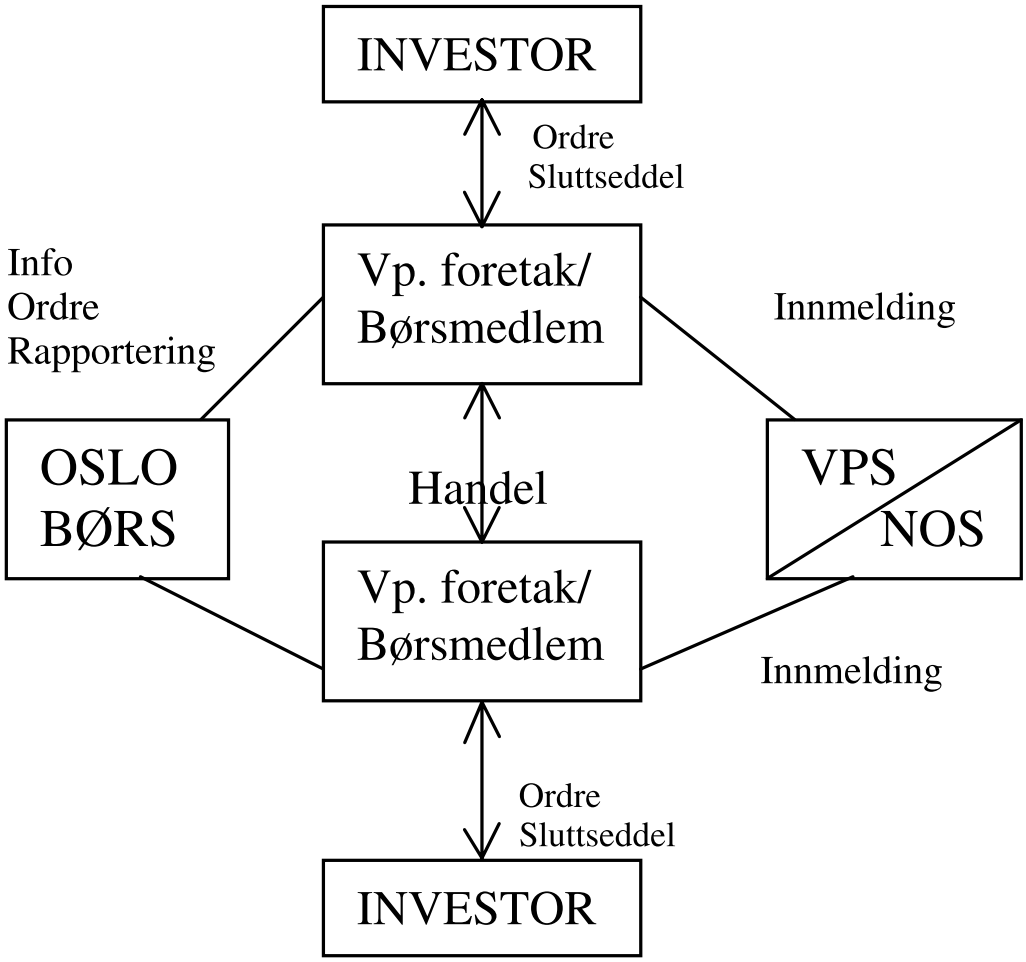
Vi kan dermed alt i alt identifisere tre kilder til samfunnsøkonomiske gevinster. Kreditt i privat sektor fremmer kapitalakkumulasjonen, oppdeling av prosjektene muliggjør store og risikable prosjekter, og standardisering av fordringene til verdipapirer reduserer formidlingskostnadene.»

Ovennevnte synspunkter gjør seg gjeldende både i nasjonalt og globalt perspektiv. Frem til slutten av 80-tallet har verdipapirmarkedene i stor grad vært nasjonale markeder. Sperrene mellom de nasjonale markedene har hatt flere årsaker. For det første har det vært reguleringer av kapitalbevegelse mellom de ulike land. Dette har medført at det har vært vanskeligere og dyrere å investere i utlandet. For det andre har det ikke vært uvanlig med lovbestemte begrensninger på utenlandske eierandeler i nasjonale selskaper. For det tredje har det vært ulike reguleringsregimer for beskatning, eierregler, konkurranseregler m v for de ulike nasjonale markeder. Investeringer over landegrensene gjorde det derfor påkrevet å bruke ressurser på å kartlegge de ulike reguleringsregimer, noe som fordyret slike investeringer og således begrenset disse. Videre vises det til utviklingen i informasjons- og kommunikasjonsteknologien, som har gjort det mer aktuelt å drive aktivitet over landegrensene og bidratt til internasjonaliseringen av kapitalmarkedene.

Blant annet på bakgrunn av de senere års teknologiutvikling, og derigjennom fremveksten av avanserte kommunikasjonsløsninger, har aktualiteten av en deregulering av finansmarkedene blitt sterkere. Spesielt i Europa som en følge av Romatraktaten, men også ellers i den vestlige verden gjennom OECD og GATS, har finansmarkedsaktørene kunnet utvide sitt virkefelt også utenfor de nasjonale markeder. Dette betyr at konkurransen mellom aktørene er blitt hardere. Et felles globalt marked medfører flere muligheter for de større nasjonale selskapene til å hente egen- og lånekapital gjennom utenlandske aktører i et marked med bedre likviditet og større og mer stabil kapasitet. Tilsvarende vil utenlandske investorer kunne investere sine midler i det norske markedet, og nasjonale investorer vil kunne investere i utlandet.

4.2 Kort om verdipapirkjeden

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 verdipapiroppgjøret og Norges Bank for pengeoppgjøret. Dersom handelen gjelder børsnoterte derivater, skal den cleares i oppgjørssentralen. Verdipapirkjeden er nærmere behandlet i *"Nåværende verdipapirmarkedsstruktur i Norge"* i kapittel 7.



Figur 4.1 viser oversikt over verdipapirkjeden.

4.3 Formålet med effektiv og velorganisert markedsplass i Norge

4.3.1 Innledning

Fra utvalgets mandat hitsettes:

> «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 meglertjenester. Utvalget skal også ta hensyn til den betydning den teknologiske utviklingen vil ha for utviklingen av børsvirksomhet, herunder problemstillinger knyttet til grenseoverskridende virksomhet. ..... »

Selv om finansmarkedene i større grad har blitt globalisert, vil det fortsatt være viktig å beholde et velfungerende nasjonalt verdipapirmarked. Særlig mindre selskaper kan ha fordel av språklig, kulturell og geografisk nærhet til

markedsplassen og dets aktører. Investorene og selskapene vil i et nasjonalt marked operere under rammebetingelser som de er fortrolig med, og som er mer oversiktlige.

Utvalget vil ta utgangspunkt i følgende tre hensyn bak behovet for en effektiv og velordnet markedsplass for finansielle instrumenter i Norge:

i. Behovet for risikokapital til norsk næringsliv
ii. Behovet for et tillitvekkende miljø for investeringer i verdipapirer/ordnet tilbud for allokering av sparekapital
iii. Forvaltning av finansielle ressurser som næring – vedlikehold og oppbygging av nasjonal kompetanse

Hovedmålet med reguleringen av børsvirksomhet er å legge til rette for at disse behovene dekkes. Det vil nedenfor bli redegjort noe nærmere for disse hovedpunktene som for øvrig dels er gjensidig avhengig av hverandre og må vurderes i sammenheng.

4.3.2 Kilde for risikokapital til norsk næringsliv

Utvalget vil redegjøre for samfunnsøkonomiske sider ved børsvirksomhet og verdipapirhandel i *"Samfunnsøkonomiske sider ved børsvirksomhet og verdipapirmarkedet"* i kapittel 5 nedenfor.

Tilgang på risikokapital og fremmedkapital er en forutsetning for et vekstkraftig næringsliv, både i form av finansiering av lønnsomme investeringsprosjekter og for å sikre finansiering av nye virksomheter og fremtidig vekst. Bedriftene kan hente inn risikokapitel og fremmedkapital ved å emittere aksjer, grunnfondsbevis eller lån i finansmarkedet. Den pris bedriftene må betale for den innhentede kapital (emisjonskursen) beror blant annet på hvorvidt det eksisterer et annenhåndsmarked for verdipapiret og hvor likvid dette markedet er.

Markedsplassens hovedfunksjon er å koble kjøpere og selgere. Det er ikke noe i veien for at verdipapirer omsettes utenfor en fysisk eller elektronisk markedsplass. Fordelen med et fast møtested er imidlertid at kjøpere og selgere (investorer, meglere m v) ikke må søke etter motparter på egen hånd, og forsåvidt reduserer det også «søkekostnadene». Ved tilgangen til en markedsplass vil kjøp og salg kunne gjennomføres ved bruk av mindre ressurser. Kjøper eller selger kan melde sin kjøps- eller salgsinteresse på markedsplassen gjennom børsmedlemmene. Når investorenes kjøps- og salgsinteresser på denne måten sentraliseres, nås mange investorer og det skapes et godt kursbilde gjennom likviditet i markedet. Som en følge av dette reduseres kostnadene også for utstederne ved at investorene krever en lavere risikopremie.

På en velfungerende markedsplass vil investorene kunne forvente å få utføre sine transaksjoner til den gjeldende markedspris. De markedsplassene som har størst omsetning i de enkelte verdipapirer, vil også kunne kanalisere den billigste kapitalen til de selskapene som har behov for risikokapital. Fordi verdipapirene blant annet prises utfra omsetteligheten i aksjen eller obligasjonen (likviditetsrisiko) vil muligheten for å kunne avhende verdipapirene når man ønsker det være en avgjørende faktor i konkurransen mellom markedsplassene.

Eksistensen av et likvid annenhåndsmarked er avgjørende for at førstehåndsmarkedet skal fungere som en effektiv kapitalkilde for næringslivet. Dersom det er tvil om verdipapirene kan omsettes når det er aktuelt å selge, vil investorene kreve en tilleggspremie for omsetningsusikkerheten (likvid-

itetspremie). Fra samfunnets og fra det utstedende foretaks side er det ønskelig at denne likviditetspremien ikke blir for høy, fordi færre investeringsprosjekter da vil bli igangsatt som følge av at de ikke møter investorenes krav til avkastning.

Markedsplassens rolle i kapitalallokeringsprosessen er således å tilby et velorganisert system med lave transaksjonskostnader, kontakt mot mange nasjonale og internasjonale investorer, få deltakerbarrierer og en fornuftig organisering av handelen, slik at kapitalen kan flyte uhindret mellom de ulike investeringsobjektene, og slik at et riktig utvalg av prosjekter finansieres. Reguleringen av markedsplassen skal medvirke til at prisene i markedet i størst mulig grad avspeiler selskapenes reelle avkastnings- og risikoprofiler og bidrar til små forskjeller mellom kjøps- og salgspriser.

Dersom nasjonale markedsplasser skal kunne fylle disse rollene, er det avgjørende at de er konkurransedyktige i forhold til den økte internasjonale konkurransen. Også i forhold mellom nasjonale aktører, vil incitament og mulighet til konkurranse ha betydning for kvalitet og pris på de tjenester og produkter som tilbys det nasjonale næringsliv. Se nærmere i *"Konkurranseforhold i Norge og internasjonalt"* i kapittel 14.

4.3.3 Tillitvekkende infrastruktur for investeringer i verdipapirer

Forutsetningene for at verdipapirmarkedene skal tiltrekke seg risikokapital er først og fremst at det må være utsikt for tilfredsstillende avkastning på kapitalen.

En faktor som har stor betydning for investorers vilje til å kanalisere kapital til markedet er at investorer har tillit til at alle aktører i markedet har forutsetninger for å kunne treffe investeringsbeslutninger på like vilkår. Det gjelder både overfor norske og utenlandske sparere og investorer.

Investorene må blant annet ha tillit til at alle får størst mulig og lik tilgang til kursrelevant informasjon. Ved å fastsette 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. Videre gir informasjonen om gjennomførte handler investorene grunnlag for å kontrollere at den enkelte transaksjon investoren har foretatt er gjennomført i henhold til markedets pris på det aktuelle tidspunkt.

For å sikre tillit til markedsplassen i denne sammenheng, må det videre være etablert rimelige tilsyns-, kontroll- og overvåkningssystemer. Kontroll og overvåkning skal sikre markedsplassens integritet og nøytralitet. For å sikre etterlevelse av regelverket må det videre være muligheter for sanksjoner overfor aktører som overtrer regelverkets standarder.

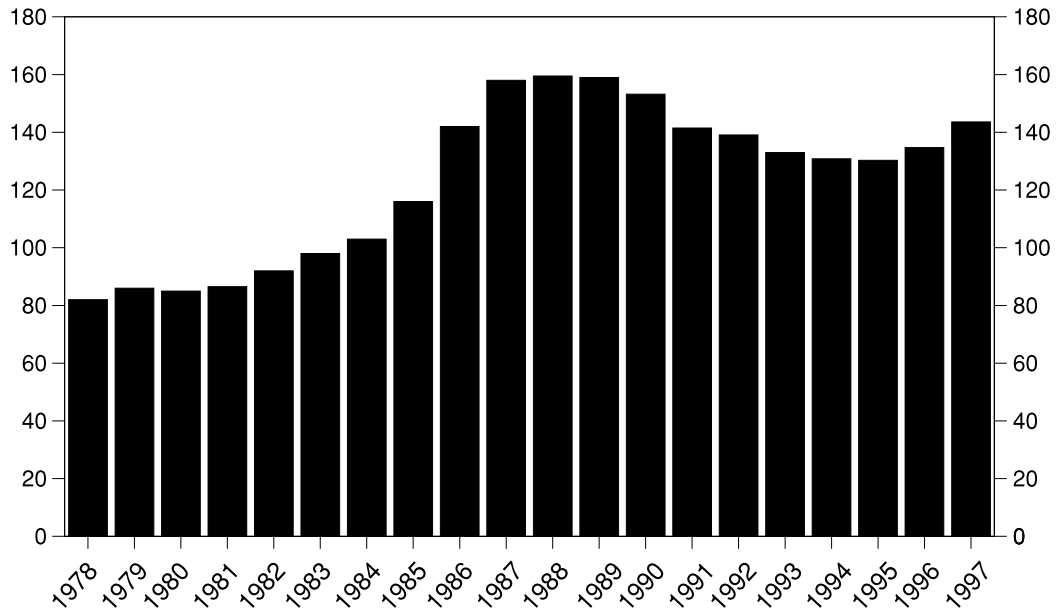
Et stikkord ved etablering av tillit til markedsplassen er ellers forutberegnelighet og konsistens i reguleringen. I tillegg til selve reguleringen av markedsplassen og aktørene der, gjelder dette også rammebetingelser for næringslivet mer generelt med hensyn til skatter, avgifter o s v. Dette har samtidig en viktig side til markedsplassens konkurransedyktighet.

4.3.4 Forvaltning av finansielle ressurser som næring – vedlikehold og oppbygging av nasjonal kompetanse

Utvalget vil påpeke betydningen av å opprettholde markedsplassfunksjonen som en del av finansmiljøet i Norge.

Markedene for finansielle tjenester er blitt stadig mer globale, hvilket innebærer at konkurransearenaen er blitt vesentlig utvidet. Dette innebærer også at aktørene møter økt konkurranse i sine respektive hjemmemarkeder. I en situasjon hvor konkurranse fra utenlandske aktører øker i de nasjonale markedene, også i Norge, og teknologien gir nye distribusjonsmuligheter og konkurranseformer, kan det være interessant å vurdere betydningen av en velutviklet norsk finansiell sektor.

Den finansiell sektoren spiller en nøkkelrolle i den moderne økonomien, ved å formidle betalinger, kanalisere sparing og fordele risiko. Det norske finansmarkedets størrelse, målt etter forvaltningskapital i forhold til bruttonasjonalproduktet, har siden 1984 vært større enn totalt BNP. Andelen ble nær doblet i tiårsperioden 1978-1988. Disse tallene omfatter bare finansinstitusjoner, og verdipapirmarkedet kommer således i tillegg. Dereguleringen av kredittmarkedet og den sterke kredittveksten i midten av 1980-årene forklarer den spesielt sterke veksten i bankmarkedet denne perioden. Fra 1988 til 1995 gikk det norske finansmarkedet noe tilbake i forhold til BNP, først og fremst fordi aktivitetsnivået relativt til BNP ble redusert i bankene, kredittforetakene og finansieringsselskapene. Deretter har det igjen skjedd en viss økning.



Figur 4.2 Finansmarkedets størrelse målt etter forvaltningskapital i prosent i forhold til BN*

1. Sparebanker, forretningsbanker, Postbanken, Kredittforetak, finansieringsselskaper, livsforsikringsselskaper, skadeforsikringsselskaper og pensjonskasser.

Når det gjelder verdipapirmarkedet, har det ikke vært tilgang på tilsvarende tall. Aktiviteten har imidlertid økt på 1990-tallet. I 1997 ble det for børsnoterte selskaper og for selskaper som var i prosess for opptak til børsnotering gjennomført emisjoner for 21,501 mrd kroner, noe som nesten er en

firedobling fra 1987. I tillegg kommer rettede emisjoner og emisjoner gjennomført i selskaper som ikke er børsnotert. Annenhåndsomsetningen registrert på Oslo Børs var i 1997 på om lag 341 mrd kr. Den totale omsetningen av obligasjoner registrert på Oslo Børs var i 1997 på om lag 1215 mrd kr. Selv om det kan være vanskelig å tolke slike nøkkeltall, kan de illustrere at finansmarkedet har vesentlig betydning i norsk økonomi.

På bakgrunn av at finansnæringen i Norge, så vel som i utlandet, for tiden gjennomgår betydelige strukturelle endringer har en i økende grad sett dannelser av finanskonsern. Et konsern kan være gunstig med hensyn til et ønske om stabil inntjening. Slike sammenslutninger har ofte også som strategi å befeste og forsterke konsernselskapenes konkurranseposisjon. Dette forsøkes oppnådd ved å imøtekomme kundenes økende behov for et komplett spekter av finansprodukter og tjenester. Dessuten kan eventuelle stordriftsfordeler resultere i lavere priser for brukerne på de finansielle produktene og tjenestene.

Sysselsettingsandelen i den finansielle næringen har de senere årene ligget på i underkant av 2,5 prosent av total sysselsetting. En teknologitung næring som finansnæringen kan stimulere teknisk utvikling og kompetanse. Mye av denne virksomheten er først og fremst rettet mot finanssektoren. Samtidig vil virksomheten være en vesentlig del av et samlet teknologimiljø i Norge, og gi impulser også til andre deler av norsk økonomi.

Opprettholdelse av sentrale finansinstitusjoner og infrastrukturinstitusjoner med hovedkontor plassert i Norge innebærer at ledelses-, strategi- og utviklingsfunksjoner er plassert her. Det kan være viktig for å opprettholde kunnskapen om lokale forhold i Norge og spesielle behov norske kunder måtte ha. Dette er nok først og fremst viktig for husholdninger, små og mellomstore bedrifter og kommuner, som i mindre grad enn større bedrifter har det internasjonale markedet som et reelt alternativ.

Selv om kapitalmarkedet er blitt deregulert og mer internasjonalt, vil man nok også i fremtiden til en viss grad se at kapital fra norske kilder orienterer seg mot plasseringer i norsk virksomhet fremfor utenlandsk. Dette har blant annet sammenheng med at norske investorer, finansanalytikere og verdipapirforetak generelt har bedre informasjon om norske forhold enn tilsvarende utenlandske, og omvendt. Mange norske aktører har dessuten en særskilt interesse av at prosjekter blir realisert i Norge. Et godt norsk finansmiljø vil bidra til å kanalisere denne kapitalen på en effektiv måte, og bidra til at den kan oppnå en rimelig avkastning. Isolert sett vil et høyere tilbud av kapital fra norske kilder trolig bidra til lavere avkastningskrav for prosjekter i Norge. Denne effekten blir imidlertid svakere jo mer internasjonalt bevegelig kapitalen blir, og understreker betydningen av en effektiv finansnæring med god kunnskap om norske forhold.

Hvor stor vekt en skal legge på disse argumentene, er avhengig av en rekke forhold. Det er blant annet avhengig av hvor stor del av finansinstitusjonene som er på utenlandske hender, og i hvor stor grad dette påvirker den nasjonale kompetanse. Det norske finansmiljø og den finansielle sektor blir først og fremst berørt dersom hovedtyngden av norske institusjoner blir kontrollert fra utlandet. Dersom utenlandske interesser er inne i mindre grad, har det neppe samme betydning, og det kan ha sine fordeler at enkelte institusjoner er på utenlandsk eie. Større internasjonale institusjoner kan føre til nyvinning innenfor drift og utvikling, og at kompetanse fra internasjonale finansmarkeder lettere blir formidlet til norsk finansnæring enn det som ellers ville vært tilfelle.

4.4 Utgangspunkt – norsk verdipapirmarked er utsatt for stor internasjonal konkurranse

Som nevnt innledningsvis i dette kapitlet har finansmarkedene endret seg fra i hovedsak å være nasjonale markeder til å bli globalisert. Denne globaliseringstendensen har medført en økt konkurranse mellom aktørene i markedet. Både børsene og verdipapirforetakene har som følge av åpningen for grenseoverskridende virksomhet måttet tilpasse seg konkurranse fra utenlandske aktører, som i mange tilfeller inntar markedet med betydelige ressurser i ryggen, både med hensyn til kompetanse og kapital.

Den teknologiske utviklingen har gjort det mulig for aktørene å utnytte adgangen til grenseoverskridende virksomhet. Virksomheten kan drives fra hovedkontoret, men slik at kommunikasjonsteknologi plasseres ut i andre deler av verden. Slike enheter kan således operere i realtid i markeder lokalisert i et helt annet geografisk område av verden. Markedsplassen vil således ikke lenger inneha den monopollignende status som de hadde i de tidligere mer eller mindre lukkede nasjonale markedene. Markedsplassen må derfor tilpasse seg en markedssituasjon der markedsplassens kunder vil vurdere effektivitet og kostnader i ordreformidlingen og verdipapiroppgjøret, likviditet, produktspekter, meglerkostnader og regulering i forholdet mellom konkurrerende markedsplasser. Kunden vil velge den markedsplassen som i størst mulig grad oppfyller kundens behov til enhver tid. Geografisk plassering vil som nevnt ovenfor ha mindre betydning for de store aktørene, men vil kunne være et fortrinn i konkurransen om de mindre selskapene i det land der markedsplassen er lokalisert.

De markedsplassene som skal være aktør i fremtidens finansmarked må derfor gis adgang til å være konkurransedyktige. Rammebetingelsene må gi incentiver til konkurranseorientering gjennom dynamisk tilpasning til nåværende og fremtidig markedsutvikling. Dette forutsetter videre at også markedsplassen selv må kunne hente inn risikokapital for å finansiere satsning i markedet. Konkurransen i verdipapirmarkedet er nærmere behandlet i *"Konkurranseforhold i Norge og internasjonalt"* i kapittel 14 nedenfor.

4.5 Hovedhensyn ved regulering av børsvirksomhet

Ovenfor i *"Formålet med effektiv og velorganisert markedsplass i Norge"* i kapittel 4.3 har utvalget gitt en oversikt over de mer grunnleggende sider ved behovet for et effektiv og velfungerende marked for verdipapirer i Norge. Det er der konkludert med at verdipapirmarkedet har flere grunnleggende samfunnsmessige funksjoner. Dette er knyttet til behovet for et verdipapirmarked som finansieringskilde for nasjonalt næringsliv, typisk for tilgang til risikokapital. For det andre er det et behov for tillitvekkende miljø for investeringer i verdipapirer, og som gir et ordnet tilbud for allokering av sparekapital. For det tredje har utvalget vist til behovet for oppbygging og vedlikehold av nasjonal kompetanse for forvaltning av finansielle ressurser, samt til børsvirksomhet og drift av markedsplasser som verdiskapende virksomhet med positive ringvirkninger for tilknyttet infrastruktur og institusjoner i finansmarkedet.

Markedsplassen har en viktig funksjon i infrastrukturen i de nasjonale og internasjonale verdipapirmarkeder. For å realisere hovedmålsettingene om et effektivt og velfungerende marked for verdipapirer i Norge 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, den må være tillitskapende, herunder velordnet og forutberegnelig, samt ha muligheter for og incitament til effektiv og funksjonell drift. Se nærmere om disse forhold i *"Hovedhensyn ved regulering av børsvirksomhet"* i kapittel 15 nedenfor.

Kapittel 5

Samfunnsøkonomiske sider ved børsvirksomhet og verdipapirmarkedet

5.1 Innledning

Verdipapirmarkedets samfunnsøkonomiske rolle er beskrevet i NOU 1995:1 Investeringsforetak, *"Verdipapirsentralen"* i kapittel 3.2. I *"Verdipapirsentralen"* i kapittel 3.2 side 21 heter det:

> «Verdipapirmarkedets spesifikke rolle er altså å effektivisere utstedelse og omsetning av – eierandeler i selskapene (d v s aksjer m v), – finansielle fordringer (d v s obligasjoner m v), ved at aksjer og fordringer standardiseres i form av verdipapirer og omsetningen organiseres og sentraliseres på en felles markedsplass».

Videre er betydningen av et velfungerende annenhåndsmarked for omsetning av verdipapirer beskrevet i NOU 1996:2 Verdipapirhandel, kapittel 2.4. Dessuten er en del av de samme temaene som tas opp her utførlig omtalt i Bergorapporten[1] . Nedenfor behandles verdipapirer, som i hovedsak omfatter aksjer, obligasjoner og sertifikater samt derivater, med fokus på verdipapirer som omsettes over børs.

I korte trekk kan de samfunnsøkonomiske sidene ved verdipapirhandel sammenfattes slik: (i) Kreditt gir økt tilgang på kapital og fremmer kapitaloppbyggingen i økonomien, (ii) utstedelse av verdipapirer gjør det mulig å dele opp prosjekter i mindre og omsettelige deler, slik at store og risikable prosjekter lettere kan finansieres. (iii) Standardisering forenkler omsetningen av verdipapirer og reduserer dermed transaksjonskostnadene ved dekningen av kapitalbehov og (iv) verdipapirer fungerer som sparealternativer og gir investorer mulighet til å oppnå gunstigere kombinasjoner av avkastning og risiko på sin sparing.

Børsenes samfunnsøkonomiske rolle som regulerte markedsplasser for omsetning av verdipapirer innebærer blant annet at de skal

- Legge til rette for en effektiv handelsplass for omsetning og utstedelse av de verdipapirer som faller under børsens ansvar (redusere transaksjonskostnader)
- Spre informasjon av betydning for markedsaktørene (sikre effisiens, smøre hjulene)
- Overvåke markedet slik at spillereglene følges

Kjøp og salg av verdipapirer krever i seg selv intet organisert marked eller noe formalisert apparat i form av en organisert *og* regulert børs. Børsomsetning sikrer imidlertid rask spredning av informasjon og offentlig innsyn i de transaksjoner som skjer.

"Kapitaltilgang til næringslivet" i Kapittel 5.2 diskuterer børsens rolle som kapitalkilde for næringslivet, herunder små og mellomstore bedrifter. *"Effektiv kapital-allokering/risikospredning"* i Kapittel 5.3 tar for seg verdipapirmarke-

1. Rapport til Finansdepartementet og Næringsdepartementet om tilgangen på risikovillig kapital i Norge, avgitt 15.11.1988.

dets rolle i konverteringen av sparekapital til risiko- eller lånekapital og betydningen av en effektiv kapitalallokering og spredning av risiko. *"Sentrale hensyn ved et regulert marked"* i Kapittel 5.4 drøfter hvilke sentrale hensyn som hefter ved organiseringen av regulerte markedsplasser for verdipapirer, og *"Betydningen av et nasjonalt regulert marked"* i kapittel 5.5 diskuterer betydningen av en nasjonal regulert markedsplass.

5.2 Kapitaltilgang til næringslivet

5.2.1 Innledning

Alle virksomheter har normalt behov for kapital for å finansiere investeringer. Når et aksjeselskap opprettes, skyter eierne inn en viss mengde kapital – egenkapitalen. I tillegg vil selskapet også skaffe til veie noe lånekapital. Etter hvert som selskapet begynner å tjene penger vil de fleste investeringer normalt finansieres ved hjelp av tilbakeholdt overskudd (som øker beholdningen av egenkapital). I mange tilfeller vil imidlertid selskaper ha behov for å hente inn ekstern kapital i form av ny egenkapital eller gjeld. Hva slags finansieringsform som foretrekkes vil variere og avhenger blant annet av eksistensen av agentkostnader, som er kostnader knyttet til at långivere/investorer og ledelsen har ulik informasjon om selskapet og at verken eiere eller långivere har full kontroll over selskapets ledelse. Når relevant informasjon om selskapet er ulikt fordelt mellom selskapets ledelse, kreditorer og mellom eksisterende og nye eiere, brukes gjerne begrepet asymmetrisk informasjon. Selskapers ønske om å opprettholde en viss egenkapitalandel (soliditet) kan være et resultat av agentkostnader og asymmetrisk informasjon.

Egenkapitalen utgjør en «buffer» mot fremtidige underskudd. For lav egenkapitalandel øker långiveres kredittrisiko og øker avkastningskravet på lånekapitalen. Lav egenkapitalandel påvirker således prisen på selskapets innsatsfaktorer. En svært høy egenkapitalandel øker på den annen side ledelsens muligheter til å gjennomføre prosjekter som ikke er i aksjonærenes interesse, fordi lånegivernes overvåkning og den disiplinerende effekten av lånekapitalens løpende krav til avkastning reduseres. Et ønske *fra* aksjonærer om å opprettholde en gitt eierandel vil også tale mot en stor grad av ekstern egenkapitalfinansiering, til tross for at verdien av de eksisterende eiernes aksjeposter isolert sett ikke behøver å påvirkes av en eventuell utvidelse av kapitalen til markedsverdi.

I likhet med selskapet som helhet, vil enkeltprosjekter i mange tilfeller helt eller delvis måtte finansieres med tilførsel av ny egenkapital. Årsaken er at enkelte prosjekter med positiv forventet avkastning er så risikable at långivere vil kreve en viss egenkapitalandel som forsikring mot tap. Egenkapitalmarkedet sørger for at risikable investeringer kan finansieres ved at flere investorer går sammen om begrensede andeler.

5.2.2 Investeringer

5.2.2.1 Førstehåndsmarkedet

Tilgang på risikokapital er en forutsetning for et vekstkraftig næringsliv, det vil si et næringsliv som er i stand til å finansiere sine investeringsprosjekter og hevde seg i en stadig sterkere internasjonal konkurranse. Tilgang på kapital sikrer også finansiering av nye prosjekter og fremtidig vekst. Et selskaps til-

gang på egenkapital består av to kilder, tilbakeholdt overskudd og emisjoner (tilførsel av ny egenkapital). Undersøkelser som er gjort i Norge[2] viser at tilbakeholdt overskudd er viktig for investeringsnivået. Økonomisk teori (jf «pecking order» teorien[3]) antyder også at selskaper foretrekker å finansiere investeringer ved hjelp av tilbakeholdt overskudd fremfor ved utstedelse av ny egenkapital eller gjeld. Dette kan forklares med at agentkostnader som følger av informasjonsskjevheter skaper begrensninger på kapitalmarkedet i form av kapitalrasjonering, forskjeller mellom utlåns- og innlånsrenter etc.

Svært få selskaper vil til enhver tid befinne seg i en slik situasjon at selskapets løpende kontantstrøm er nok til å finansiere alle nødvendige nyinvesteringer. Selskapene vil ha behov for ekstern tilførsel av egenkapital i en oppstartings- og oppbyggingsfase og i perioder med lav inntjening. Dessuten forlanger ofte långivere at selskapets eiere opprettholder en viss egenkapitalandel for å sikre seg deres engasjement og som sikring mot tap ved konkurs. Agentkostnader og usikkerhet i forbindelse med en lav egenkapitalandel øker risikopremien selskapet må betale for gjelden sin. Aksjemarkedet er derfor av vesentlig betydning for næringslivets tilgang på kapital.

Emisjoner er en spesielt viktig finansieringskilde for små og mellomstore selskaper (særlig nye og høyteknologiske selskaper) med liten oppbygning av tilbakeholdt overskudd. Disse selskapene blir ofte ansett som mer risikable enn andre, og for potensielle långivere er det et problem at slike selskaper sjelden har eiendeler som kan brukes som sikkerhetsstillelse. Dermed blir tilgangen på ekstern risikokapital via aksjemarkedet helt nødvendig for at selskapene skal kunne utvikle seg og overleve på sikt. Fra et samfunnsøkonomisk perspektiv er det gunstig at selskaper kan få finansiert prosjekter med høy forventet avkastning og tilsvarende høy risiko. Samfunnet som helhet er lite sårbart for avkastningen i en enkelt bedrift. Det er derfor fordelaktig at selskapene foretar investeringer som gir størst mulig forventet avkastning, selv om risikoen ved hvert enkelt prosjekt kan bli stor.

Obligasjonslån er en viktig kapitalkilde, spesielt for større selskaper og statlige og kommunale virksomheter. Imidlertid er førstehåndsmarkedet for obligasjoner i praksis lite åpent for alminnelige investorer på grunn av små muligheter til tegning ved obligasjonsemisjoner. Regler om minstetegning gjør også at mulighetene for tegning i sertifikatlån er relativt begrensede.

5.2.2.2 Annenhåndsmarkedets betydning for tilgangen på kapital

Eksistensen av et likvid annenhåndsmarked (se *"Likviditet"* i kapittel 5.4.4) er avgjørende for at aksjemarkedet skal kunne utføre sine samfunnsøkonomiske funksjoner på en tilfredsstillende måte. Likviditet kan defineres som muligheten til å omsette et verdipapir raskt og med minimal effekt på kursene. For at dette skal være mulig må det til enhver tid eksistere aktører i markedet som er villige til å ta posisjoner, og i denne sammenheng er kortsiktige aktører like viktige som de langsiktige. Når profesjonelle investorer utnytter prisskjevheter i markedet ved å foreta kortsiktige transaksjoner, skapes et effek-

2. Se for eksempel Frode Johansen (Statistisk Sentralbyrå), og Thorunn Kvinge (FAFO) og Ove Langeland FAFO 178, 1995 Investment and Financial Constraints. An empirical Analysis of Norwegian Firms. (DP 109)
3. Se Myers og Majluf, «Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have», Journal of Financial Economics, Juni 1984, 187-221. Se også Donaldson, G., Corporate Debt Capacity, Harvard, Harvard University Press, 1961.

tivt marked med priser som reflekterer tilgjengelig informasjon. Ved å skape likviditet i markedet fungerer de kortsiktige transaksjonene dermed som oljen i markedsmaskineriet. Selskapenes tilgang på kapital vil være avhengig av hvorvidt potensielle investorer oppfatter selskapets aksjer som en attraktiv investering. Et viktig moment i så måte, i tillegg til investeringens forventede avkastning og risiko, er aksjenes forventede likviditet. Lite likvide aksjer vil direkte redusere interessen for å delta i kapitalutvidelser. Dessuten vil et illikvid annenhåndsmarked for aksjer også føre til at selskapenes muligheter til å holde tilbake overskudd og drive langsiktig blir svekket. Aksjonærer som ikke lett kan omsette sine aksjer, vil i større grad realisere avkastning ved å kreve høyere utbytteutbetalinger enn de ellers ville ha gjort. Et svakt annenhåndsmarked øker likviditetsrisikoen, noe som igjen gjør egenkapitalen dyrere. Svekket aksjeomsetning som følge av redusert kapitaltilgang og høy risikopremie rammer de mer risikopregede selskapene, reduserer tilgangen på risikokapital og redusere antall bedriftsetableringer. Et velfungerende annenhåndsmarked for aksjer gjør at investeringer i aksjer blir en likvid spareform som kan være attraktiv for store grupper.

Omsetningen i annenhåndsmarkedet er betydelig større enn emisjonsbeløpet som hentes inn av de børsnoterte selskapene. Et spørsmål som kan stilles, er hvor stor omsetningen i annenhåndsmarkedet må være for å sikre et tilfredsstillende emisjonsvolum. Det er imidlertid ingen grunn til å forvente at emisjonene skal følge omsetningen slavisk. Snarere er det naturlig å forvente at emisjonsvolumet via børsen i normale perioder vil være relativt begrenset. Et aktivt og likvid annenhåndsmarked for aksjer er likevel av stor betydning, fordi selskapene har behov for å ha risikokapital tilgjengelig til enhver tid, spesielt i perioder med lav lønnsomhet eller i perioder hvor vekstbehovet er spesielt stort.

Standardiserte gjeldspapirer som sertifikater og obligasjoner har også betydning for selskapenes tilgang på kapital. På samme måte som for aksjer gjelder det at et likvid annenhåndsmarked for gjeldspapirer øker interessen for å investere i papirene. Potensielle långivere vil, forutsatt at kredittrisikoen er lik, kreve en lavere risikopremie på et likvid lån enn på et lån som det ikke er like enkelt å omsette. God likviditet betyr dermed at långiverne kan akseptere en lavere rente på lånene enn de ellers ville ha gjort, noe som i sin tur fører til at flere investeringsprosjekter kan lånefinansieres på lønnsom basis. Muligheten til å utstede obligasjoner og sertifikater blir i hovedsak benyttet av større selskaper som følges på nært hold av analytikere og investorer og som kan vurderes i henhold til deres internasjonale «rating» (vurdering av betalingsevne). Utstedelse av omsettelige gjeldspapirer er også en viktig kapitalkilde for stat og kommuner.

5.3 Effektiv kapital-allokering/risikospredning

Finansmarkedenes viktigste samfunnsøkonomiske funksjoner er å formidle kapital og fordele risiko, slik at investeringer kan finansieres og konsum fordeles over tid i tråd med den enkeltes preferanser, holdning til risiko, investeringsmuligheter og nåværende og fremtidig inntekt. Dette fremskynder investeringene og bedrer dermed kapitalakkumulasjonen i økonomien.

Kanaliseringen av kapital fra långivere til låntakere, med andre ord fra sparing til konsum eller investering, har tradisjonelt foregått via finansinstitusjonene og verdipapirmarkedet. Verdipapirisering [4] gjør det mulig for inves-

torer å investere en mindre andel i et prosjekts egenkapital eller gjeld. Hvert verdipapir representerer en liten andel av prosjektet, og standardiseres med hensyn til blant annet pålydende beløp og rettigheter overfor utsteder. Slik standardisering og oppdeling gjør at investorer kan tilpasse investeringens størrelse etter eget ønske. Standardisering av andelen gjør at investorene ikke behøver å bry seg om hvilke andeler de eier, og andelene kan dermed omsettes i et marked som et standardisert produkt. Verdipapirmarkedet omformer m a o illikvide realinvesteringer til likvide papirplasseringer gjennom oppdeling og standardisering av investeringene.

Markedets rolle i kapitalformidlingsprosessen er å tilby et velorganisert system som bedrer effektiviteten i prosessen både ved at kostnadene holdes nede, og ved at et riktigere utvalg av prosjekter finansieres. Se også *"Sentrale hensyn ved et regulert marked"* i kapittel 5.4.

5.3.1 Priser – informasjon om forventninger

Effektive verdipapirmarkeder legger til rette for at prisene i markedet i størst mulig grad avspeiler det enkelte verdipapirs realøkonomiske verdi. Prisene i et velfungerende marked gir verdifull informasjon om selskapenes forventede fremtidsutsikter, fordi prisene avspeiler markedsaktørenes forventninger til selskapets fremtidige resultater. Hvis all tilgjengelig informasjon er reflektert i prisene, sies markedet å være effisient. Effisiente priser bidrar til at kapitalen kanaliseres til de prosjekter som har den beste avkastnings- og risikoprofilen.

En forutsetning for at markedene skal fungere effektivt er at investorene har størst mulig og lik tilgang til kursrelevant informasjon (se nærmere *"Markedsgjennomsiktighet og lik informasjon"* i kapittel 5.4.2). En annen forutsetning er at markedene er tilstrekkelig likvide, slik at investorer kan gå inn i og ut av relativt store posisjoner uten at dette fører til vesentlige prisendringer. Ved at markedet bidrar til å spre eierskapet på flere personer og institusjoner, trekkes mer informasjon og alternative forventninger inn i prisfastsettelsen av det enkelte selskap.

5.3.2 Utstedere

Verdipapirmarkedet er en kilde til kreditt og egenkapital. Tilgang til ekstern finansiering gir selskapene fordeler ved at de kan igangsette prosjekter uten å ha tilstrekkelig tilbakeholdt overskudd til disposisjon, prosjekter som uten tilgang til ekstern kapital ikke ville blitt gjennomført. Tilgang til ekstern kapital gir også økte muligheter for risikospredning. Ved at selskapene helt eller delvis finansierer prosjekter med nye lån eller ny egenkapital, kan risikoen knyttet til prosjektene fordeles mellom selskapenes gamle og nye aksjonærer og långivere. Verdipapirmarkedet gjør det også mulig for utsteder å dele opp investeringsprosjekter i små standardiserte andeler, dermed kan prosjekter som er for store eller risikable for en enkelt investor lettere gjennomføres.

Et velfungerende aksjemarked vil ofte være en forutsetning for etablering og opprettholdelse av privateide selskaper over en viss størrelse. Slik sett er tilgang til et effektivt marked for aksjehandel en del av næringslivets infrastruktur og en forutsetning for selskapenes kapitaltilgang. Det samme gjør seg gjeldende i obligasjons- og sertifikatmarkedet, hvor et likvid annenhånds-

4. D v s salg av en eiendel ved utstedelse av verdipapirer på eiendelen. (Engelsk: «securitisation»).

marked er nødvendig for at næringslivet skal få gunstigst mulig tilgang på fremmedkapital.

5.3.3 Investorer

Ved å plassere i forskjellige verdipapirer med ulik grad av risiko, kan investor tilpasse avkastnings- og risikoprofilen på investeringene etter egne preferanser. Investering i mange forskjellige papirer vil i stor grad nøytralisere den individuelle (usystematiske) risiko som hefter ved det enkelte verdipapir, slik at investor påtar seg minst mulig risiko i forhold til en gitt forventet avkastning. Dette kalles diversifisering. Man kan imidlertid ikke diversifisere bort den generelle markedsrisikoen (systematisk risiko).

Derivater[5] er ofte velegnet for å finjustere den ønskede risikoprofilen fordi de gjør det mulig å skille ut og isolere ulike risikokomponenter. Derivatene gjør at investorer og utstedere kan påta seg risiko, eller fri seg fra risiko de ikke har kompetanse til å styre eller kontrollere eller fra risiko de ikke ønsker å ta.

For investor vil plassering i aksjer normalt medføre større risiko enn plasseringer som bankinnskudd og obligasjoner, samtidig som plasseringen er mindre likvid. På den annen side vil forventet avkastning på aksjeinvesteringer være høyere. Velfungerende markeder reduserer risikoen, bedrer likviditeten, og bidrar til at verdipapirer prises riktig. Dette gjør at kursene i annenhåndsmarkedet avspeiler forventet avkastning og risiko, som igjen virker tilbake på førstehåndsmarkedet, slik at nytegnet kapital går til de selskapene som har den gunstigste avkastnings- og risikoprofilen. Dette forutsetter et godt fungerende annenhåndsmarked med lave transaksjonskostnader, mange investorer, få deltagerbarrierer og en fornuftig organisering av handelen, slik at kapitalen kan flyte uhindret mellom de ulike investeringsobjektene.

Investorenes mulighet til å diversifisere risikoen ved ulike verdipapirer kan også i mange tilfelle være av betydning for utstedernes evne til å hevde seg i konkurransen med andre selskap. Diversifiseringsmulighetene i ulike selskaper bidrar til å redusere investorenes avkastningskrav på egenkapitalinvesteringer. Samtidig fordeles risikoen slik at de investorer som har størst bæreevne eller bærevilje tar mest risiko. Diversifisering og bedre risikofordeling reduserer de samfunnsøkonomiske kostnadene ved risikotaking, og bidrar til økt effektivitet i fordelingen av samfunnets ressurser. Et velfungerende aksjemarked tillater med andre ord selskapene å spesialisere seg, siden eierne kan spre sine investeringer. Diversifiseringsfordelen gjelder også ved andeler i lån til selskapet, f eks obligasjonslån, men fordelen er ikke like betydningsfull som i egenkapitalmarkedet. Dette skyldes at lån har en kontraktsfestet avkastning i motsetning til aksjeavkastningen som er residualbestemt[6]. Videre gir lån også bedre prioritet for kreditor og derfor mindre kredittrisiko.

5. Et derivat er en avtale om en fremtidig finansiell transaksjon til en forhåndsavtalt pris, se nærmere definisjon i *"Kapitalmarkedet i Norge"* i kapittel 6.
6. D v s at aksjonærene mottar hele verdistigningen på egenkapitalen i den aktuelle perioden. Dette i motsetning til långivere som kun mottar et kontraktsfestet beløp hver periode, uansett hvor høy selskapets inntjening og verdistigning måtte være.

5.3.4 Selskapskontroll

I et effisient verdipapirmarked flyter kapitalen til de selskaper som antas å gi høyest avkastning i forhold til risiko. Dette stimulerer til omstilling og nyskaping, og styrker dermed verdiskapningen i samfunnet. Markedet, og da spesielt annenhåndsmarkedet for aksjer, fører løpende lønnsomhetskontroll av investeringer, og ledelsen i et børsnotert selskap får gjennom kursutviklingen signaler om hvordan markedet vurderer deres prestasjoner. En beskrivelse av aksjemarkedet som et marked for selskapskontroll er gitt i NOU 1996:2 kapittel 2.5.3.

Ulønnsomme prosjekter og dårlig bedriftsledelse straffes med lavere prising, hvilket innebærer dyrere kapital for selskapet. Det vil si at aksjekursene faller og lånekostnadene øker, som følge av at markedsaktørene forventer dårlige resultater i fremtiden. I selskaper med mange små eiere, eller i tilfelle hvor lover og regler eller selskapets egne vedtekter begrenser enkelteieres innflytelse, kan det ofte være slik at eiernes innflytelse på selskapets drift pulveriseres og den reelle kontroll i stor grad overføres til ledelsen. Dette kan føre til at ledelsen setter egne interesser foran aksjonærenes og gi opphav til agentkostnader i form av for eksempel frynsegoder, ulønnsomme investeringer og skjev fordeling av arbeidsinnsatsen som følge av at ledelsens mål avviker fra eiernes. En slik situasjon vil føre til dårligere resultater, som i neste omgang gir mindre avkastning til eierne. Dette vil i et effisient marked medføre at aksjekursene må falle for at markedets krav til avkastning skal nås. I et velfungerende marked vil et selskap med høye agentkostnader ha potensiale for en bedre utvikling med en annen styring og ledelse. Dette kan lede til utskifting av ledelsen, f eks via oppkjøp av aksjer eller kontroll med selskapets gjeld. Hvis et selskap på denne måten tar kontroll over et annet selskap, vil dette som regel representere en samfunnsøkonomisk gevinst. Muligheten for oppkjøp kan derfor virke som en disiplineringsmekanisme overfor ledelsen, selv om eiernes makt er pulverisert. Gevinsten ved oppkjøp kan komme som et resultat av bedre kapitalallokering, ved at det overtagende selskap utnytter ressursene på en bedre måte eller setter ressursene i det oppkjøpte selskap inn i en mer lønnsom virksomhet.

Trusselen om oppkjøp eller andre handlinger som begrenser den eksisterende ledelsens kontroll, fører til at ledelsen må legge større vekt på aksjonærenes interesser enn om en slik trussel ikke hadde vært tilstede, f eks ved spredt eierstruktur og illikvid annenhånds omsetning. Også selskaper med god ledelse kan ofte restrukturereres raskere og billigere gjennom markedet enn ved egne krefter, f eks ved å slå seg sammen med selskaper som allerede besitter nødvendig teknologi, markedsandel, kunnskap etc. Et likvid marked med fri omsetning er en nødvendig forutsetning for restrukturering av næringslivet via oppkjøp i markedet. Negative effekter av et fritt marked for eierkontroll, som f eks oppkjøp som fører til uønsket stor konsentrasjon eller bransjemonopoler, kan unngås ved å ha et konkurransetilsyn med de nødvendige fullmakter.

5.4 Sentrale hensyn ved et regulert marked

5.4.1 Generelt

Verdipapirer og handelsvarer («commodities») har vært gjenstand for handel på markedsplasser i hundrer av år. Markedsplasser har vært og er til for

omsetning av alt fra ulike råvarer som korn og metaller, til aksjer og andre verdipapirer. I dette avsnittet er omtalen knyttet til markedet for verdipapirer og avledede finansielle produkter.

Markedets hovedfunksjon er å koble sammen kjøpere og selgere. Det er ingen nødvendig forutsetning for markedets funksjon at det må være underlagt bestemte regler eller offentlig innsyn. Markedet har historisk sett vært et fysisk sted hvor selgere og kjøpere møtes for å omsette varer eller verdipapirer. Det er fullt mulig å kjøpe eller selge verdipapirer uten en elektronisk eller fysisk markedsplass, men handelsforløpet ville i så fall vært mer omstendelig og tungvint. I tillegg til å kreve en risikopremie (kredittrisiko) på investert beløp, ville investorene kreve en tilleggspremie for usikkerheten om verdipapirets omsettelighet (likviditetsrisiko). Fra samfunnets side er det ønskelig at denne likviditetspremien ikke blir for høy, fordi færre investeringsprosjekter da vil bli igangsatt som følge av at de ikke møter investorenes krav til avkastning.

Det er forskjell mellom et ikke-regulert og et regulert marked. Verdipapirhandelloven § 1-3 definerer et regulert marked som[7] «et marked som: 1) fungerer regelmessig, 2) reguleres av bestemmelser som er gitt eller godkjent av myndighetene, og som angår vilkårene for hvordan markedet skal virke, vilkår for opptak til kursnotering og vilkår for at et finansielt instrument kan omsettes på markedet, 3) reguleres av krav til rapportering og åpenhet.» Et regulert marked vil altså ha et regelverk knyttet til omsetningen av verdipapirer. Det kan for eksempel være bestemmelser om hvem som kan delta i handelen, d v s at markedet ikke er åpent for alle uten en form for tillatelse. En slik tillatelse kan stille formelle krav som må oppfylles for å kunne være selgere, kjøpere eller mellommenn, og den kan gi bestemmelser om hvilke verdipapirer som kan omsettes og hvilke tilhørende kravspesifikasjoner som aksepteres. Et regulert marked har også som kjennetegn at det finner sted innsyn og overvåkning fra ett eller flere organer som skal sikre at handel og kursnotering foregår i henhold til regelverket, og dessuten at markedet blir gjort kjent med informasjon om kurser og omsetninger.

I Norge er det i dag bare et regulert marked for omsetning av verdipapirer; Oslo Børs. Børsen og den tilhørende markedsplassen er regulert særlig gjennom lov om verdipapirhandel av 19. juni 1997 nr 79 og børsloven av 17. juni 1988 nr 57, med tilhørende børsforskrift fastsatt av Finansdepartementet.

Et regulert marked for verdipapirer må ikke nødvendigvis være underlagt offentlig detaljregulering. Det finnes i hvert fall historiske eksempler på markeder med et utbredt system av selvregulering, d v s at aktørene blir enige om ett sett av regler som håndheves av de deltagende aktører, eller av representanter oppnevnt av de deltagende parter.

Hovedhensikten med et regulert marked er å legge til rette for en effektiv, sikker og ordnet handel med verdipapirer og avledede finansielle instrumenter. Dette er nødvendige forutsetninger for at markedet skal fungere på en tillitvekkende måte. I tillegg er det også viktig for tilliten til markedets funksjonsmåte at det er en viss grad av forutsigbarhet og stabilitet i regelverket.

Et verdipapirmarked kan sies å fungere effektivt når prisene i markedet reflekterer den underliggende realøkonomiske verdi bak det enkelte verdipapir (se *"Innledning"* i kapittel 5.2.1). Det innebærer at det ikke er knyttet vesentlige kostnader til omsetningen av verdipapirene og at det heller ikke er

7. Se også Rdir 93/22/EØF om investeringstjenester i forbindelse med verdipapirer (ISD), artikkel 1.

andre forhold som gjør at prisen på et verdipapir avviker vesentlig fra dets realøkonomiske verdi. En forutsetning for å velge et regulert marked fremfor et ikke-regulert marked må være at reguleringene medvirker til at prisene i markedet i størst mulig grad avspeiler selskapenes reelle avkastnings- og risikoprofiler og bidrar til lave forskjeller mellom kjøps- og salgspriser.

5.4.2 Markedsgjennomsiktighet og lik informasjon

Omsetning over et regulert marked innebærer normalt at det blir registrert offentlige omsetningskurser. I markedet blir det ført løpende rapportering av alle transaksjoner, slik at alle aktørene til en hver tid kan se gjeldende priser og omsetningsvolum. I tillegg registreres selger- og kjøperkurser. Mengden av pris og voluminformasjon som gjøres tilgjengelig for markedet, og tiden som løper før informasjonen er tilgjengelig, varierer fra marked til marked, avhengig av praksis og markedets organisering.

I tilknytning til et regulert marked er det normalt et krav om at det føres et offentlig register (feks VPS i Norge) over hvem som er innehavere av de ulike verdipapirer, samt hvilke beholdninger de har av de ulike verdipapirene. Notering av verdipapirer på regulerte markeder sikrer også løpende tilsyn med de selskapene som har børsnoterte papirer. Selskapene har plikt til å informere børsen om forhold som kan påvirke kursene, og børsen formidler dette umiddelbart videre til markedet. Investorene vil således ha samtidig tilgang til informasjon som er viktig for kursvurderingen. I tillegg kan det være regler om at eiere med eierandeler som overstiger en gitt prosentandel plikter å meddele dette til markedet. Eksempel på dette er flaggingsregler for aksjeerverv, hvor en erverver må melde fra når han passerer visse eierandeler. I forhold til selskaper som ikke er børsnoterte, vil det å få tilgang til et samme informasjonsgrunnlag kreve store ressurser fra investor, og ulike interessenter vil kunne sitte med svært forskjellig informasjon til ulik tid.

Ulovlig innsidehandel er betegnelsen på handel med verdipapirer foretatt av noen som har presise og fortrolige opplysninger om verdipapirene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på verdipapirene vesentlig, jf verdipapirhandelloven § 2-1 første ledd første punktum. Med ulovlige innsidehandel forstår man den handel hvor fortrolig informasjon som nevnt her misbrukes[8] . Både med hensyn til de aktører det gjelder, men også av hensyn til tilliten til selve markedet, er det viktig å hindre misbruk av innsideinformasjon. Liten tillit til markedet kan medføre at investorer trekker seg ut og bidrar således til mindre likvide markeder.

Ved å fastlegge regler for informasjon fra selskapene, for eksempel plikten til umiddelbart å gi informasjon om viktige hendelser, gis investorene trygghet for at de har tilgang til et relevant og sammenlignbart beslutningsgrunnlag. For eierne av verdipapirer gir kravet om løpende og fullstendig informasjon fra selskapet et viktig grunnlag for å føre kontroll med disposisjoner som foretas av selskapets ledelse. Det gir igjen grunnlag for eierne til eventuelt å agere i forhold til slike disposisjoner.

8. Se NOU 1996: 2, *"Innledning og oversikt – behovet for et effektivt og velfungerende marked for verdipapirer i Norge"* i kap. 4.

5.4.3 Kontroll

Et regulert marked skal sikre at selve handelen med verdipapirer finner sted på en ordnet måte. Dette gjøres først og fremst ved at det i markedet finner sted en kontinuerlig kontroll og overvåking av handelen, og at overvåkingen utføres av en part som ikke selv er deltager i den daglige omsetningen av verdipapirer. Overvåkingen må ikke nødvendigvis finne sted i offentlig regi. De deltagende parter i verdipapirmarkedet kan også oppnevne organer som skal overvåke og føre kontroll med at alle aktørene holder seg til de gitte bestemmelser. Overvåkningen av markedet skal sikre at investorer, mellommenn eller selskapene som sådan opptrer i tråd med prinsippet om likebehandling.

Utøvelsen av kontrollfunksjonen har betydning for tilliten til markedet. Det innebærer at det må være muligheter for sanksjoner mot aktører som ikke holder seg til regelverket. Håndhevelsen av regelverket har betydning for hvor effektivt aktørene oppfatter markedet. Hvis risikoen for oppdagelse og for sanksjoner av betydning ved brudd på regelverket oppfattes som liten, er mulighetene til stede for at omfanget av misligheter kan bli høyt. Over tid vil det svekke tilliten, og dermed funksjonsmåten, til markedet.

5.4.4 Likviditet

Likvide verdipapirmarkeder defineres ofte som markeder der verdipapirene kan omsettes med minimal effekt på kursene. Økonomen J.M. Keynes definerte for eksempel likviditet som «the ease with which a large trade can be executed without affecting prices significantly»[9]. Definisjonen av likviditet er knyttet opp mot det behovet investorer har for å kunne kjøpe seg opp eller selge seg ut til «rettferdige» priser ved behov. Likviditeten er den mest sentrale mekanismen i verdipapirmarkedene. Et likvid marked kjennetegnes ved at det hele tiden er mange aktører som er villige til å kjøpe og selge verdipapirer. Hyppige kjøp og salg av verdipapirer og tilhørende høy omsetning er elementer som har en samfunnsmessig nytte ved å gjøre markedet likvid. Et godt fungerende marked for omsetning av verdipapirer er en viktig forutsetning for å sikre egenkapitaltilgang til nye investeringer. (Se også *"Kapitaltilgang til næringslivet"* i kapittel 5.2.).

Et regulert marked skal som omtalt danne grunnlag for å oppnå et likvid marked for omsetningen av verdipapirer. For omfattende reguleringer kan imidlertid virke negativt for likviditeten ved at regelverket blir uoversiktlig og direkte begrensende for omsetningen. Likeledes kan høye transaksjonskostnader være likviditetshemmende. Transaksjonskostnader kan for eksempel være direkte kostnader som kurtasje og omsetningsavgifter, eller de kan være indirekte kostnader knyttet til store etableringshindringer for mellommenn og alternative markeder. En annen viktig forutsetning for et likvid marked er at det eksisterer oppgjørsfunksjoner som virker effektivt. Det innebærer at pengeoppgjør, registrering av handler og levering av verdipapirer finner sted raskt og uten vesentlige omkostninger eller risiki. Hvordan markedet organiserer handelen vil også ha betydning for likviditeten. Blant annet vil market-makere kunne holde handelen igang ved hjelp av økte spreader (større forskjeller mellom kjøps- og salgskurser) i situasjoner der et ordredrevet system ville fungert dårlig. Market-makere mottar spreaden blant annet som en

9. I Hamon og Jacquillat (1996), «Expected Returns and Liquidity Premiums on the Paris Bourse: An Empirical Investigation.» Foreløpig utkast presentert på konferanse på Parisbørsen i desember 1996.

kompensasjon for å være motpart til alle handler. I en situasjon med for eksempel et kraftig kursfall, vil market-makerne kunne øke spreaden for å kompensere for den økte risikoen ved å ta kjøpsposisjoner i et fallende marked. Et ordredrevet marked i samme situasjon vil kunne risikere at kun et lite antall kjøpsordrer kommer inn, slik at likviditeten i markedet tørker inn. På den annen side vil ordredrevne systemer i de fleste situasjoner ha lavere spreader enn market-maker/prisdrevne markedet, noe som favoriserer likviditeten i de ordredrevne markedene.

5.5 Betydningen av et nasjonalt regulert marked

5.5.1 Betydningen av nærhet til markedet for små og store utstedere og investorer

Det er flere grunner til at det er nasjonale markeder for verdipapirer. I en årrekke har det vært reguleringer mellom nasjoner når det gjelder bevegelse av kapital, hvilket har hatt som konsekvens at det har vært vanskeligere og dyrere for investorer å investere i utlandet. Det var videre lenge vanlig med lovbestemte begrensninger på den utenlandske eierandelen i selskapene (diskriminerende eierskapsbegrensninger). En annen årsak til nasjonale verdipapirmarkeder ligger i at det har vært ulike regimer i de enkelte land for beskatning, eierregler, konkurranseregler, etc. Investorer kunne f eks komme i en situasjon hvor man ble dobbeltbeskattet, d v s at man både måtte skatte av eventuelle gevinster og/eller utbytte i eget land og i det land der selskapet var hjemmehørende.

I løpet av det siste tiåret har det blitt gjennomført en rekke vedtak både nasjonalt og internasjonalt, for å liberalisere handelen med finansielle aktiva. Kapitalmarkedene er blitt mer internasjonale. Utviklingen av EU's indre marked har hatt store konsekvenser for det norske kapitalmarkedet[10] . Dette har blant annet medført at bestemmelser som virket diskriminerende mellom innlendinger og utlendinger er fjernet. Nasjonale markeder kan imidlertid fortsatt ha stor betydning i regimer med fri kapitalbevegelse, særlig for mindre og nye allmenne aksjeselskaper. Disse kan ha fordel av fysisk nærhet til markedet og til dens aktører. Investorene og selskapene vil dessuten operere under rammebetingelser som de er fortrolige med. Store internasjonale markeder kan i kraft av sin kompleksitet også virke mindre oversiktlige for små aktører. Dette gjelder både for selskapene og investorene. Store markedsaktører, både selskaper og investorer, vil derimot trolig ha en fordel av store overnasjonale markeder, da disse innebærer lavere transaksjonskostnader og bedre likviditet.

Til tross for økende internasjonal konkurranse på verdipapirmarkedet er det lite sannsynlig at utenlandske børser vil kunne trekke til seg all aksjehandel fra hjemmemarkedet over et lengre tidsrom, med mindre hjemmemarkedet på permanent basis er teknologisk på etterskudd, eller har et høyere kostnadsnivå enn konkurrentene. Dette kan forklares med at den beste informasjonen og de mest troverdige analysene knyttet til selskapene normalt er tilgjengelig i det nasjonale markedet. Ved fravær av et nasjonalt hjemmemarked vil mulighetene til å opprettholde nasjonal finanskompetanse bli

10. Se også nærmere i *"Internasjonale rammebetingelser for børsvirksomhet"* i kapittel 12.

svekket. I sin tur kan dette føre til at såvel utstedere som investorer taper konkurransen med internasjonale aktører.

For mer standardiserte produkter, slik som likvide obligasjoner og valuta, er imidlertid situasjonen annerledes. Slike produkter er mer utsatt for internasjonal konkurranse, og utenlandske børser kan derfor lettere utfordre hjemmemarkedets markedsandeler på slike områder.

Ulik næringsstruktur kan legge til rette for lokale markeder som besitter spesiell innsikt i en bransje eller næring. Shippingnæringen har f eks gitt uttrykk for at det norske verdipapirmarkedet spiller en aktiv rolle i å opprettholde norsk virksomhet i en næring som i utgangspunktet er internasjonal.

5.5.2 Det nasjonale markedets betydning som «ankerfeste»

Konsolidering av antallet aktører innen gitte bransjer har vært en trend i internasjonal økonomi. Finanssektoren er et godt eksempel på dette, hvor antall enheter har blitt sterkt redusert gjennom fusjoner og oppkjøp. Et annet vesentlig poeng er den teknologiske utviklingen, som i stadig sterkere grad preger verdipapirmarkedene. Muligheter til grenseoverskridende transaksjoner i stor skala og skjermbaserte noterings- og informasjonssystemer uten bestemt geografisk forankring, åpner for internasjonal konkurranse mellom både regulerte og uregulerte markeder. I et slikt perspektiv kan effektivitet og kostnader i formidlingen, likviditet, produktspekter, meglerkostnader, regelverk og regelkompetanse/-struktur få større betydning for markedets konkurransedyktighet i kapitaltransformasjonen enn en bestemt geografisk forankring.

Både markeds- og selskapsmessige utviklingstrekk kan gjøre det ønskelig og nødvendig for et selskap å henvende seg til et større marked enn det nasjonale. Ved innhenting av ny kapital til et selskap vil eksisterende eiere ha interesse av å oppnå en best mulig pris, for å hindre at deres eierverdier blir vannet ut. Ved større operasjoner, f eks kapitalinnhenting, vil en henvendelse rettet kun mot et begrenset nasjonalt marked for så vidt kunne svekke de nåværende eieres interesser ved at prisen blir dårligere enn den kunne ha vært. Internasjonalisering og global konkurranse i flere markeder er også viktige årsaker til at investorer og utstedere i fremtiden trolig vil søke mot markeder med høy likviditet og lave kostnader.

Virksomheten i et selskap kan ofte være knyttet til eller ha utspring i det nasjonale markedet. En vurdering av verdipapiret vil derfor være sterkt knyttet til de nasjonale rammebetingelser, så som reguleringer, ressurstilgang og konkurranseforhold. Mange selskaper og investorer vil også ha det lokale markedet som et naturlig startsted for sin virksomhet, og som springbrett for videre utvikling. Lokale børser fostrer økt kapitaltilgang i sine respektive regioner.

De selskapene som er for små til notering i et internasjonalt marked kan også ha behov utover ny risikokapital, som f eks å knytte til seg investorer som kan bidra med kunnskap og ressurser som kan utvikle selskapene, og slik gå inn i et aktivt medeierskap. Notering på internasjonale markeder er antakeligvis av mindre betydning for å tiltrekke seg denne typen eiere. Det er også grunn til å tro at slike selskaper, i større grad enn de største konsernene, vil foretrekke å lokalisere sin virksomhet innenlands. Dette kan tale for at den samfunnsøkonomiske gevinst ved å ha et nasjonalt forankret verdipapir-

marked er større enn gevinsten som kun er knyttet til det å formidle kapital til en lavest mulig kostnad.

5.5.3 Statens/Norges Banks statsgjeldspolitikk m v

Norges Bank gir råd til Finansdepartementet om innenlandsk statsgjeldspolitikk og gjennomfører auksjoner av statspapirer i førstehåndsmarkedet. Både statssertifikater og statsobligasjoner handles over Oslo Børs. Gjennom avtale med åtte primærhandlere[11] har Norges Bank sikret at det kontinuerlig stilles bindende kjøps- og salgspriser i norske statsobligasjoner. Norges Bank stiller løpende priser for statssertifikater. (Se også omtalen i *"Norges Bank"* i kapittel 11.3 om Norges Banks virksomhet i rentemarkedet.)

Ved introduksjonen av norske statssertifikater i 1985, var intensjonen at instrumentet aktivt skulle brukes i markedsoperasjoner som ledd i gjennomføringen av pengepolitikken. I gjennomføringen av pengepolitikken er det viktig å kunne benytte instrumenter som påvirker likviditeten i pengemarkedet samme dag. Tekniske forhold, som to dagers oppgjørstid for sertifikater, har forhindret en mer aktiv bruk av disse papirene. I dag skjer gjennomføringen av penge- og valutakurspolitikken først og fremst ved transaksjoner i penge- og valutamarkedene, som er uavhengige av børsmarkedet og uten særskilt nasjonal tilknytning. En annen årsak til at Norges Bank i liten grad bruker børsnoterte instrumenter i gjennomføringen av pengepolitikken er at statspapirmarkedet i Norge er lite. Transaksjoner i den størrelsesorden som Norges Bank har behov for å gjennomføre, ville gitt store utslag i de lengre rentene, noe som ikke er ønskelig.

Staten har som formål å kunne låne billigst mulig. En forutsetning for dette er at det er god likviditet i statspapirene. Likvide statslån i norske kroner er også viktig for å etablere en referanserente, eller en rente uten kredittrisiko, i lånemarkedet. Private obligasjonslån og sertifikater kan da prises i forhold til referanserenten (statslån med tilsvarende løpetid) hvor prisforskjellen gjenspeiler lånenes likviditets- og kredittrisiko. Et velfungerende statspapirmarked (det vil blant annet si et marked der staten sørger for å låne penger selv når den ikke trenger det, der likviditeten er god og der markedet for norske kroner er tilstrekkelig stort), er således viktig for prisdannelsen i andre lånemarkeder og i derivatmarkedene. Både for staten og andre låntakere er tilliten til markedet viktig for de vilkår låntaker kan oppnå.

Utestående beholdninger i statssertifikater og -obligasjoner var pr 31.12 1997 henholdsvis 35 og 136,6 milliarder kroner. Nesten 85 og 92 prosent av henholdsvis sertifikat- og obligasjonsomsetningen fant sted i statspapirene.

I Norge handles obligasjoner og sertifikater på børsen, mens det i en rekke andre land er vanlig at rentebærende papirer i hovedsak handles utenom børs. I motsetning til aksjemarkedet er obligasjons- og sertifikatmarkedet prisdrevet (market-makere) og ikke ordredrevet. Det er derfor grunn til å anta at det også i Norge kan etableres et velfungerende rentemarked utenom børsen. Den teknologiske utviklingen medfører også nye muligheter til effektiv spredning av prisinformasjon til ulike aktører i markedet. For statsgjeldspolitikken i Norge er det ikke avgjørende at handelen i annenhåndsmarkedet skjer på en tradisjonell børs. Det avgjørende er at han-

11. Primærhandlerne fungerer som market-makere og har forpliktet seg til å stille kjøps- og salgskurser for de aktuelle obligasjonene. Avhengig av gjenværende løpetid og størrelse på børsposten er det reguleringer som begrenser den kursforskjellen (spreaden) som primærhandlerne kan stille.

delen kan foregå i et effektivt og tillitsskapende marked. Et marked med klare handelsregler kan likevel være å foretrekke ved at det er lettere for investorer å få et enhetlig prisbilde. Formalisert kontroll og tilsyn med markedsaktørene kan også skape større tillit i markedet. Dessuten vil det være lettere og mer kostnadseffektivt å forholde seg til kun et marked, i stedet for mange.

Kapittel 6

Kapitalmarkedet i Norge

6.1 Oversikt over kapitalmarkedet i Norge

I dette kapitlet gis det en oversikt over kapitalmarkedet i Norge. Kapitalmarkedet består av to hoveddeler, markedet for egenkapital og markedet for gjeld. Markedet for utstedelse og omsetning av egenkapitalinstrumenter og gjeldsinstrumenter kalles gjerne verdipapirmarkedet og er utførlig behandlet i NOU 1995:1 Investeringsforetak og NOU 1996:2 Verdipapirhandel.

I lov om verdipapirhandel § 1-2 annet ledd, defineres finansielle instrumenter som

1. omsettelige verdipapirer (aksjer, obligasjoner og omsettelige tegningsretter),
2. verdipapirfondsandeler,
3. pengemarkedsinstrumenter,
4. finansielle terminkontrakter,
5. fremtidige renteavtaler (FRA),
6. rente- og valutabytteavtale (swap) samt bytteavtale knyttet til aksjer og aksjeindeks, eller
7. opsjoner på kjøp eller salg av ethvert instrument som nevnt i punkt 1-6, herunder indeksopsjoner, valuta- og renteopsjoner samt tilsvarende instrumenter med kontant oppgjør.

Dette kapitlet fokuserer først og fremst på omsettelige verdipapirer (i lovens forstand) og finansielle derivater. Pengemarkedsinstrumenter og ikke-finansielle instrumenter som f eks valuta blir ikke omtalt.

I det norske egenkapitalmarkedet omsettes og utstedes aksjer og grunnfondsbevis og i kredittmarkedet obligasjoner og sertifikater. I tillegg omsettes derivater på både aksjer og rentepapirer. Det er også et marked for valuta- og varederivater. Disse instrumentene omsettes via interbankmarkedet, NordPool, m fl.

En *aksje* er en eierandel i et selskap. Aksjonærene (aksjenes eiere) får sin avkastning i form av utbytte og verdiendring på aksjene. Hvis man ser bort fra transaksjons- og agentkostnader, og gitt at skattesystemet er nøytralt, vil det i prinsippet være det samme for aksjonærene om de får sin avkastning ved utbytteutdeling eller ved realisasjon av kursgevinster. Aksjeinvesteringer er normalt forbundet med høyere risiko enn gjeldspapirer, fordi utbytte og fremtidig aksjekurs avhenger av selskapets fremtidige lønnsomhet. Aksjekapitalen har også lavere prioritet ved konkurs enn lånekapitalen. Det følger av dette at avkastningen på investeringer i aksjer har større oppside og nedside enn investeringer i lånekapital.

Grunnfondsbevis er en spesiell type eierandel som kan utstedes av sparebanker og gjensidige finansinstitusjoner. Dets egenskaper ligner aksjens, men grunnfondsbevis har noe mindre gevinstpotensiale som følge av at de ikke gir rettigheter til hele egenkapitalen. Grunnfondsbevis har høyere prioritet enn vanlig aksjekapital og følgelig noe større sikkerhet ved avvikling av selskapet.

Obligasjoner og *sertifikater* er låneinstrumenter med en opprinnelig løpetid (varighet) på henholdsvis over og under ett år. Disse gjeldspapirene er andeler av lån som ytes direkte fra långiverne til utstederen. Obligasjons- og sertifikateiere mottar avkastning i form av renteutbetalinger og/eller kursendringer.

Konvertible obligasjoner er obligasjoner som kjøperen kan kreve omgjort til aksjer innen et forhåndsavtalt tidspunkt.

Derivater er avtaler om kjøp og salg av finansielle instrumenter som er avledet av andre (underliggende) aktiva. Et derivat gir innehaveren rettigheter og/eller plikter, og verdien av disse rettene og pliktene er betinget av utviklingen i verdien av det underliggende aktivum (aksje, obligasjon, valuta o l). Derivater bidrar til å komplettere markedets beskrivelse av usikkerhet og effektiviserer håndteringen av risiko i markedene.

6.2 Markedet for egenkapital

Dette avsnittet gjennomgår markedene for de ulike egenkapitalinstrumentene som omsettes i Norge, med vekt på de som omsettes over Oslo Børs.

6.2.1 Aksjemarkedet

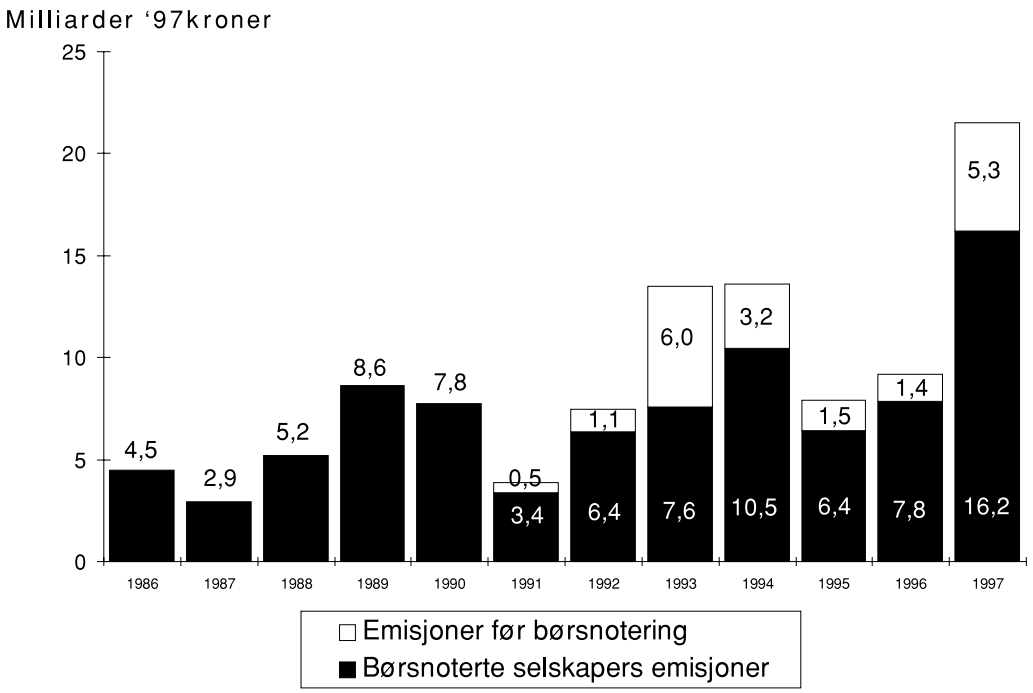
Aksjemarkedet bidrar til å hente inn ny kapital til selskaper som trenger det. Videre bidrar aksjemarkedet gjennom spredningssalg av aksjer til å overføre eierskap fra en lukket til en åpen eierkrets. Dette øker likviditeten i annenhåndsomsetningen av selskapets aksjer og bedrer muligheten for senere emisjoner.

6.2.1.1 Førstehåndsmarkedet

Førstehåndsmarkedet for aksjer består av markedet for utstedelse og kjøp av nye aksjer. Nye aksjer utstedes i forbindelse med at et selskap ønsker å utvide sin aksjekapital. Rammene for slike kapitalutvidelser (emisjoner) bestemmes av selskapenes generalforsamlinger. Ved en nyemisjon tilføres selskapet kapital, enten direkte ved oppgjør i kontanter, eller indirekte ved at selskapet mottar verdier mot utstedelse av aksjer. De eksisterende aksjonærene vil som hovedregel få fortrinnsrett til de nye aksjene ved å motta tegningsretter. Slike tegningsretter kan normalt omsettes, og eventuelt også børsnoteres. Verdien av tegningsrettene vil avhenge av tegningskursen i forhold til gjeldende markedskurs. Generalforsamlingen kan også velge å tilby de nye aksjene kun til en bestemt investor eller en gruppe av investorer. En slik emisjon kalles en rettet emisjon, i motsetning til offentlige emisjoner der alle i prinsippet kan delta på like vilkår. Prisen på rettede emisjoner blir gjerne bestemt som et resultat av forhandlinger mellom de eksisterende og de nye eierne. Rettede emisjoner vil i motsetning til emisjoner med fortrinnsrett medføre reduksjon av eierandelene til de aksjonærene som ikke er med i emisjonen.

"" i Figur 6.1 nedenfor viser en oversikt over emisjoner med innbetaling blant selskapene notert på Oslo Børs i perioden 1986-1997. Emisjonene inkluderer offentlige og rettede emisjoner, og dessuten emisjoner rettet mot selskapets egne ansatte, aksjeutstedelser i forbindelse med innløsning av opsjoner, og utbytteemisjoner. Tallene inkluderer også emisjoner i grunnfondsbevis, jf *"Andre egenkapitalinstrumenter (inkl. grunnfondsbevis)"* i kapittel 6.2.2 nedenfor. Fondsemisjoner, emisjoner i forbindelse med konvertering av obligasjoner til

aksjekapital og oppkjøp eller lignende som helt eller delvis er finansiert ved kapitalutvidelser, er holdt utenfor. Fra og med 1991 vises også emisjoner i selskaper som er gjort forut for børsnotering. I forbindelse med en børsintroduksjon er det ikke uvanlig at et selskap foretar en kapitalutvidelse, blant annet for å tilfredsstille børsens krav til spredning av aksjekapitalen. Figuren viser at tilførselen av risikokapital i de siste fem-seks årene, til og med 1997, var meget god.



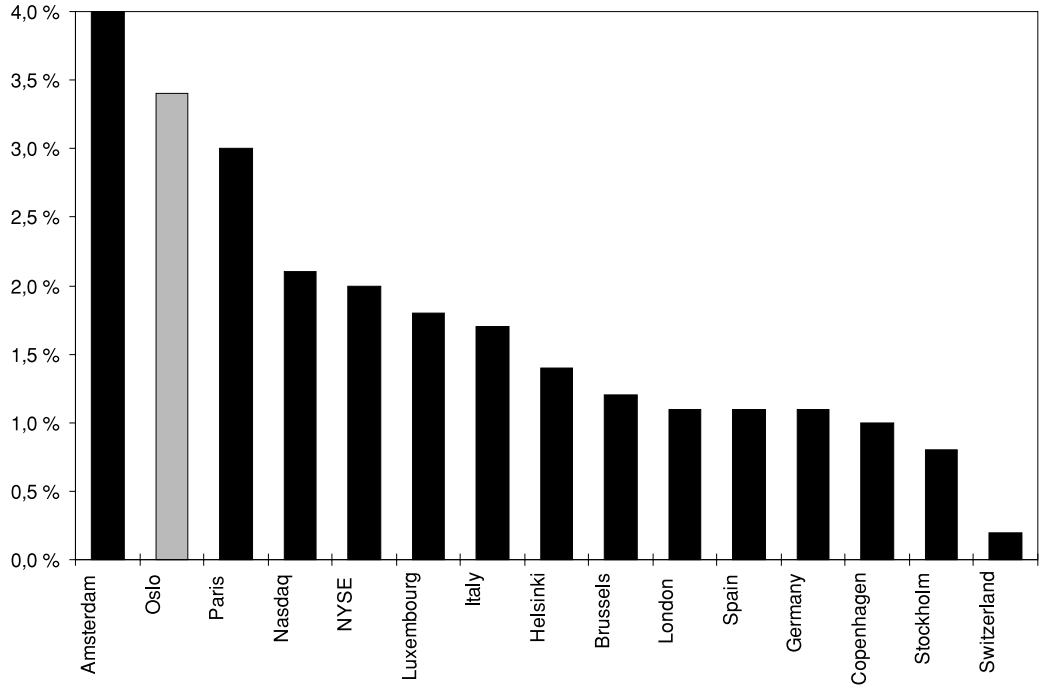
Figur 6.1 Kontantemisjoner for norske og utenlandske selskaper notert på Oslo Børs i perioden 1986-1997. Alle tall i faste 1997-kroner (løpende priser deflatert med konsumprisindeksen

Kilde: Oslo Børs

"" i Figur 6.2 viser emisjoner i prosent av markedsverdien av de børsnoterte selskapene ved en del sentrale utenlandske børser. Emisjonsaktiviteten blant selskapene notert på Oslo Børs har vært høy, selv om aktiviteten sett i forhold til markedsverdi har sunket noe de senere årene. Aktiviteten i førstehåndsmarkedet kan også måles ved å sammenligne emisjonsinnbetalingene mot utbytteutbetalingene. Nettobeløpet gir en grov indikasjon på pengestrømmene til og fra selskapene og deres eiere. Emisjoner og utbytte er vist i "" i figur 6.3 nedenfor. Det fremgår av figuren at de børsnoterte selskapene kun i 1995 og 1996 har betalt ut mer utbytte til aksjonærene enn de har hentet inn igjen via emisjoner. (Den sterke veksten i utbytteutbetalingene de siste årene skyldes, i tillegg til økt lønnsomhet i selskapene, endringen i utbyttebeskatningen i 1992, ekstraordinære bankutbytter (DnB og Kreditkassen)

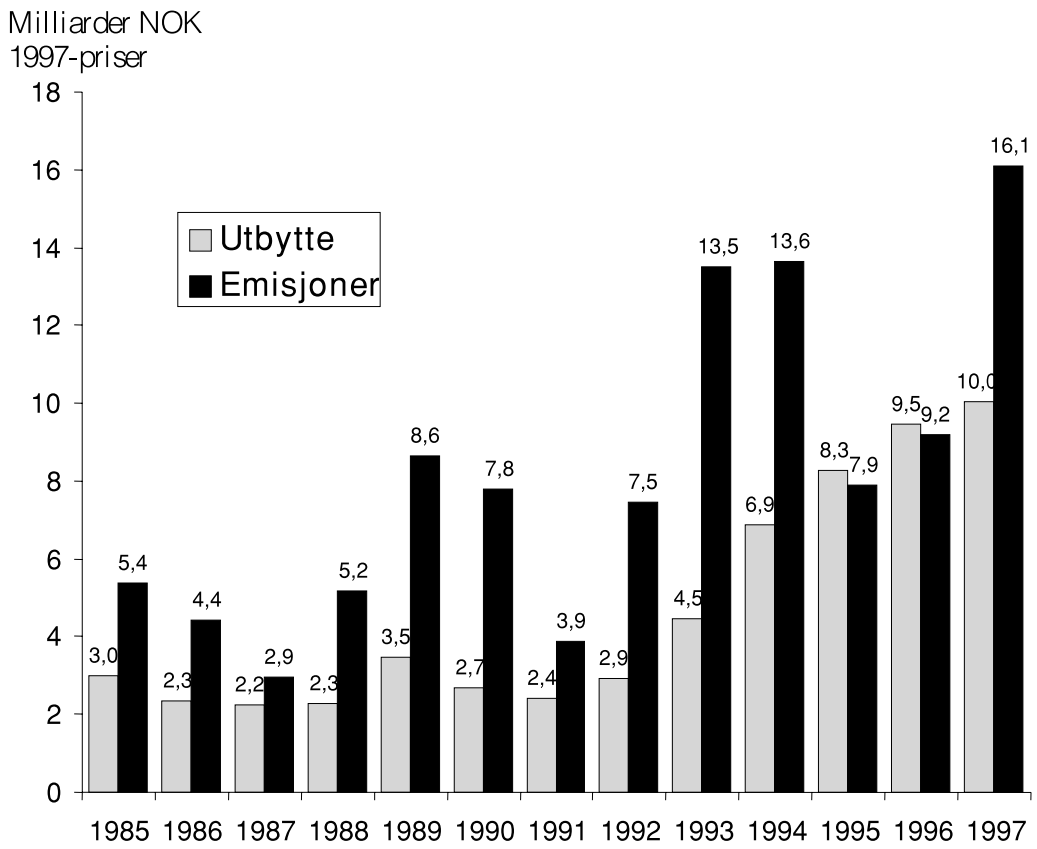
og en økning i antall selskaper notert på børsen [12]). For perioden sett under ett har selskapene blitt tilført betydelig mer kapital enn de har betalt ut.

Markedssituasjonen var fra 1996 til mai 1998 karakterisert ved høy emisjonsaktivitet og et stort antall nye selskaper som ble introdusert på børs. Dette skjedde i en periode med stigende aksjekurser og høy omsetning på børsen. En del selskaper benyttet tydeligvis anledningen til å hente inn ny egenkapital mens den var rikelig tilgjengelig og relativt «billig», sett fra de eksisterende aksjonærenes synspunkt.



Figur 6.2 Emisjoner i prosent av markedsverdi for 1997. Internasjonal sammenligning
Kilde: FIBV (den internasjonale børsføderasjonen)

12. For en diskusjon av utbytteutbetalingene i selskapene på Oslo Børs, se Oslo Børs: Aktuelle Børstall 5/97.

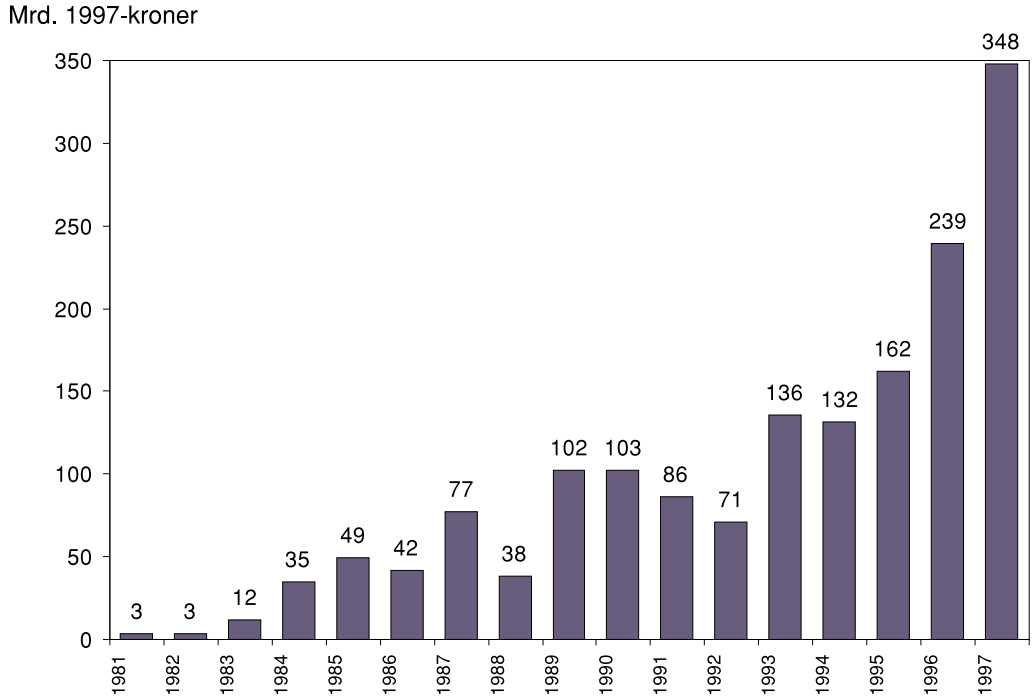


Figur 6.3 Emisjoner og utbytte 1985 – 1997. Norske aksjer og grunnfondsbevis notert på Oslo Børs. Alle tall i faste 1997-kroner (deflatert med konsumprisindeksen). Fra og med 1991 inkluderer emisjoner også emisjoner før børsnotering

Kilde: Oslo Børs

6.2.1.2 Annenhåndsmarkedet

Som nevnt i *"Samfunnsøkonomiske sider ved børsvirksomhet og verdipapirmarkedet"* i kapittel 5 er likviditeten i annenhåndsmarkedet for aksjer av stor betydning for investorenes interesse for aksjer, samtidig som et likvid marked gir lavere risikopremie for utstedere. Det norske aksjemarkedet har blitt betydelig mer likvid de seneste årene. Dette fremgår av figur 6.4, som viser en kraftig økning i aksjeomsetningen på Oslo Børs.



Figur 6.4 Omsetning av aksjer og grunnfondsbevis (inkludert utenlandske selskaper) notert på Oslo Børs 1981-1997. Alle tall i faste 1997-priser

Kilde: Oslo Børs

Omsetningshastigheten måler omsetningen i forhold til markedsverdi. En omsetningshastighet på 100 prosent innebærer at hver aksje i gjennomsnitt blir solgt en gang i løpet av et år. I 1991 var den gjennomsnittlige omsetningshastigheten for norske aksjer og grunnfondsbevis på Oslo Børs 48,1 prosent. I 1997 var dette forholdstallet steget til 71,3 prosent, noe som er høyt i internasjonal målestokk. Selskapene notert på SMB-listen hadde i 1997 den gjennomsnittlig høyeste omsetningshastigheten med 125 prosent. Selskapene på industrilisten hadde til sammenligning en omsetningshastighet på 65 prosent. Av dette kan det synes som om omsetningshastigheten ikke nødvendigvis er et tilfredsstillende mål på likviditet. I såvel teoretiske studier som empiriske undersøkelser fremheves gjerne differansen mellom kjøps- og salgsprisen for en aksje (den såkalte «spreaden») som et bedre mål på aksjens likviditet. Undersøkelser[13] viser at i 1995 var det kun 5 aksjer (Norsk Hydro (0,24), Kværner A (0,38), Orkla A (0,38), Hafslund A (0,45) og Hafslund B (0,49)) på Oslo Børs med en relativ spread under 0,5 prosent. Gjennomsnittlig spread for aksjene på industrilisten var 4 prosent.

I Norge omsettes børsnoterte aksjer også utenom børsens handelssystem. I likhet med de «offisielle» handlene, blir alle handler utenom handelssystemet som involverer verdipapirforetak rapportert inn til Oslo Børs. I 1997 var andelen av den «offisielle» omsetningen på 47 prosent av den innrapporterte totalomsetningen. En analyse utført ved Oslo Børs på bakgrunn av omsetningen i OBX-aksjene (d v s de aksjene som inngikk i OBX-indeksens utvalg den

13. Se Hege Sjo, «Undersøkelse av likviditeten blant aksjene på Oslo Børs», Praktisk Økonomi og ledelse, nr. 1/98.

1. november 1996) fra 1.1.96 til 4.11.96 viser at handlene utenom det offisielle handelssystemet gjennomgående er betydelig større enn handlene gjennom systemet. Gjennomsnittlig transaksjonsstørrelse per dag er 2 til 6 ganger større ved slike handler enn ved handler gjennom handelssystemet.

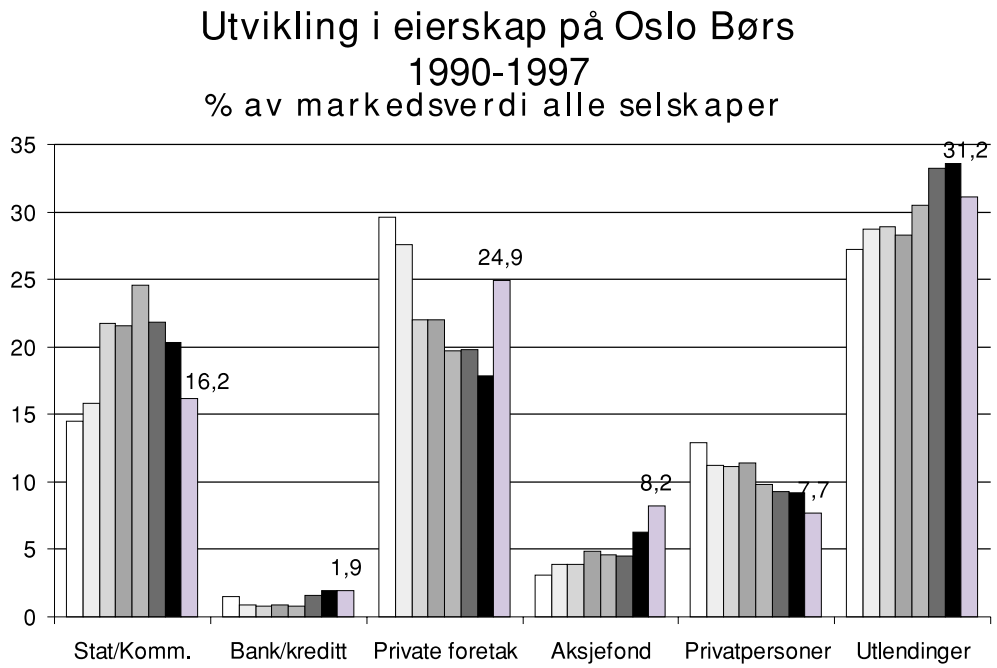
Børsnoterte aksjer omsettes også utenfor meglersystemet, d v s handler som ikke rapporteres inn til Oslo Børs. Slik omsetning vil for eksempel oppstå hvis kjøper og selger finner hverandre uten bruk av megler som mellomledd. Denne type omsetning registreres kun i Verdipapirsentralen (VPS). Imidlertid er det vanskelig å isolere størrelsen på den andelen av omsetningen som ikke rapporteres inn til Oslo Børs.

6.2.1.3 Aksjonærstruktur

Utviklingen i eierstrukturen blant norske børsnoterte selskaper fra 1990 til 1997 er vist i figur 6.5. Figuren viser at utenlandske investorer har økt sin eierandel i løpet av 1990-årene og har nå en andel på 31 prosent. En forklaring på denne utviklingen er at mange selskaper har hatt et ønske om å få større investorer inn på eiersiden, blant annet for å kunne forenkle senere kapitalutvidelser. Andre mulige forklaringer er styrkingen av norsk økonomi i disse årene, samt at norske selskaper for noen år siden ble hevdet å være «billige» i forhold til tilsvarende selskaper i andre land. Videre har en internasjonal trend i retning av økt diversifisering over landegrensene bidratt til utviklingen.

Stat og kommune økte sin eierandel kraftig på begynnelsen av 90-tallet, i forbindelse med bankkrisen der staten endte opp som eier av de største bankene. Siden har staten solgt seg betydelig ned. Et annet dominerende trekk ved utviklingen i løpet av 90-tallet er at private investorers og private foretaks eierandeler er blitt kraftig redusert. Samtidig ser man at aksjefondene har doblet sin eierandel i løpet av perioden. Dette er en klar indikasjon på at privatpersoner i stadig større grad ønsker å plassere midlene sine i fond, noe som også bekreftes av at fondenes andel av husholdningenes samlede finansformue har økt med nesten fire prosent siden 1990[14] .

14. Kilde: Norges Banks finansstatistikk.



(Private pensjonskasser og forsikring ikke tatt med)

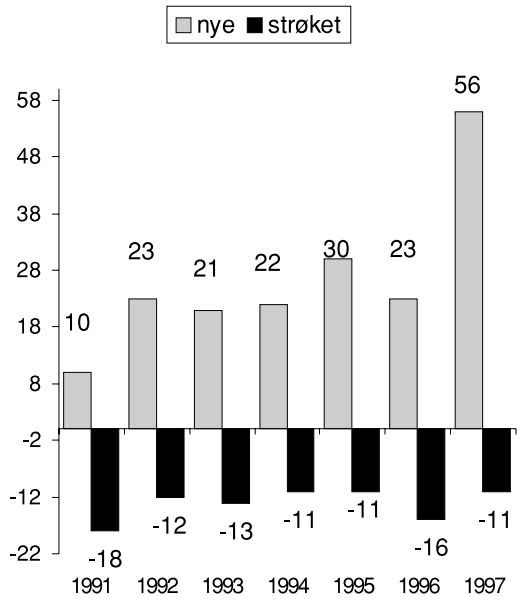
Figur 6.5 Utviklingen i eierstrukturen på Oslo Børs 1990-1997. Eierandeler i prosent av markedsverdi. Alle aksjer og grunnfondsbevis
Kilde: VPS

Forsikringsselskapene har historisk sett vært mindre aktive i aksjemarkedet i Norge enn i en del andre land. En av forklaringene på dette er at norsk regelverk legger sterke begrensninger på forsikringsselskapenes muligheter til å investere i aksjer.

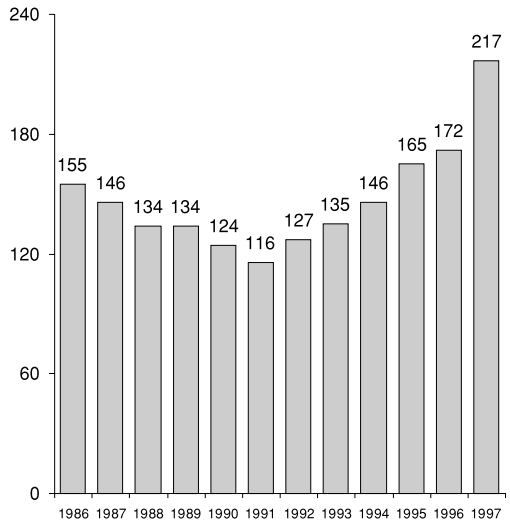
Inntil våren 1998 kunne forsikringsselskaper og pensjonskasser ha en andel av aksjeinvesteringer på inntil 20 prosent. Våren 1998 ble dette endret til inntil 35 prosent. Denne oppmykningen kan få positiv effekt på aksjemarkedet i form av økt omsetning, og den vil kunne bidra til økte innenlandske eierandeler.

6.2.1.4 Selskapsstruktur

Utviklingen i antall selskaper notert på Oslo Børs er vist i figur 6.6. Figuren viser en jevn tilvekst av selskaper gjennom hele 90-tallet, med en til dels kraftig økning i 1997. I november 1998 var ca 240 selskaper notert på Oslo Børs. Av disse var ca 20 selskaper utenlandske, mot 15 ved årsslutt 1996 og 7 i 1994. I løpet av 1997 ble hele 56 nye selskaper notert på børsen. Kun 11 selskaper ble strøket fra notering i samme periode. De første 10 månedene av 1998 er det notert 27 nye selskaper, mens 6 er strøket. Av de nye selskapene ble henholdsvis 39 i 1997 og 20 de 10 første månedene av 1998 notert på SMB-listen.



Figur 6.6 Antall selskaper notert ved årsslutt 1986–1997
Kilde: Oslo Børs



Figur 6.7 Antall selskaper notert ved årsslutt 1986–1997
Kilde: Oslo Børs

6.2.1.5 Meravkastning i aksjemarkedet

Oslo Børs har i «The long-term risk premium in the Norwegian capital market» forsøkt å kvantifisere den langsiktige meravkastningen etter skatt ved en engangsinvestering i aksjer i forhold til investering i bank eller obligasjoner i Norge[15] . Tabell 6.1 viser gjennomsnittlig årlig avkastning etter skatt på en investering i henholdsvis aksjer og bankinnskudd i perioden 1967-1996.

Tabell 6.1: Årlig gjennomsnittlig avkastning etter skatt for ulike perioder

	67-71	72-76	77-81	82-88	67-88	89-92	93-96	67-96
A Aksjer	15,3	-3,9	9,7	12,1	9,4	-1,8	19,3	9,2
B Bankinnskudd	2,9	3,1	4,6	6,0	3,4	5,3	3,1	3,6
A-B Risikopremie	12,4	-7,0	5,1	6,1	6,0	-7,1	16,2	5,6

Fra 1967-1996 var risikopremien justert for transaksjonskostnader på en aksjeinvestering i forhold til bankinnskudd gjennomsnittlig 5,6 prosent. I løpet av de to periodene 1972-1976 og 1989-1992 var den gjennomsnittlige risikopremien negativ, men i alle andre perioder ga aksjeinvesteringen en høyere gjennomsnittlig avkastning enn bankinnskuddet.

6.2.1.6 Annenhåndsmarkedet for unoterte aksjer

Det regulære børsmarkedet har tradisjonelt vært forbeholdt store og veletablerte selskaper. Samtidig vil behovet for likviditet i enkelte unoterte aksjer kunne tvinge frem en viss grad av distribusjon av kursinformasjon, og eventuelt også «ordrebehandling», d v s innleggelse av ordre i et system hvor f eks meglere sender ordrene videre til børsens handelssystem eller gjennomfører transaksjonene via interne systemer. Imidlertid er det betydelig risiko forbundet med handel i annenhåndsmarkedet for unoterte aksjer, først og fremst fordi dette markedet ikke er underlagt samme tilsyn og kontroll som regulerte børsmarkeder. Blant annet er børsnoterte selskaper underlagt strenge krav til informasjonsplikt, men disse reglene gjelder ikke for ikke-børsnoterte selskaper. Dette øker sannsynligheten for at kursrelevant informasjon kan bli ujevnt fordelt blant ulike aktører i markedet. Med andre ord er ikke enhver investor, som i det børsnoterte markedet, garantert tilgang på samme relevant informasjon som andre investorer, og en investor kan dermed risikere å handle mot en bedre informert motpart. Risikoen ved investeringer i unoterte aksjer kan dessuten forsterkes av større grad av usikkerhet rundt den fremtidige lønnsomheten til de selskapene som aksjene representerer. Som følge av redusert tilsyn og manglende regelverk, vil prisene i det unoterte markedet i større grad kunne avvike fra de reelle markedsverdier.

Dagens marked for unoterte aksjer knytter seg først og fremst til publisering av prisinformasjon. Blant annet publiserer Finansavisen, TD Finans og Oslo Børs Informasjon en uoffisiell liste over unoterte aksjer med opplysninger om siste omsetning, kjøper- og selgerkurser, emisjoner og markedsverdier, som innhentes fra de ulike meglerhusene. Aksjekursene på disse listene bør behandles med en viss forsiktighet, da de kun er innhentet ved hjelp av samtaler med en eller flere meglere. Man har derfor ingen garanti for at den oppgitte prisen gir et riktig bilde av markedet.

15. Aktuelle Børstall, 5/96, Oslo Børs.

6.2.2 Andre egenkapitalinstrumenter (inkl. grunnfondsbevis)

6.2.2.1 Grunnfondsbevis

Sparebankloven ble endret i 1987 slik at sparebanker som ønsker det kan hente egenkapital i markedet ved å utstede grunnfondsbevis. Sparebankenes grunnfondsbevis har klare likhetstrekk med aksjer, blant annet behandles de to instrumenter skattemessig likt. Forskjellene består for det første i at grunnfondsbevis, i motsetning til aksjer, kun gir eierrett til visse fonds, ikke hele selskapsformuen. For det annet velger grunnfondsbeviseierne kun 1/4 av medlemmene til forstanderskapet, som er sparebankenes øverste organ, uansett hvor stor andel grunnfondsbeviskapitalen utgjør av bankens samlede egenkapital.

Grunnfondsbevis ble notert for første gang på Oslo Børs i 1989. Ved utgangen av 1997 var det 16 sparebanker notert med grunnfondsbevis på Oslo Børs. I perioden fra 1989 til 1997 økte omsetningen av grunnfondsbevis fra 43,7 mill kroner til 9,4 mrd kroner, d v s fra 0,5 prosent av totalomsetningen for aksjer og grunnfondsbevis i 1989 til 2,7 prosent ved utgangen av 1997. Grunnfondsbevisene skiller seg ut ved at utlendinger og statlig sektor har en relativt lav eierandel (1997: henholdsvis 18 prosent og 5 prosent) i forhold til gjennomsnittet for alle selskapene (jf figur 6.5). Samtidig er private investorers eierandel 33 prosent, hvilket innebærer at grunnfondsbevis blir oppfattet som et interessant investeringsalternativ for denne type investorer. Emisjonsaktiviteten i grunnfondsbevisene har stort sett vært moderat, med unntak av emisjonsaktiviteten i 1995 i forbindelse med børsnotering av grunnfondsbevisene til fire nye sparebanker.

6.2.2.2 Annet

Et selskap kan også øke aksjekapitalen ved å utstede konvertible obligasjoner. Dette er obligasjoner som långiver (kjøperen av obligasjonen) kan kreve omgjort til aksjer innen et nærmere bestemt tidspunkt. Lånekapitalen vil da omdannes til ny aksjekapital til en forhåndsavtalt konverteringskurs.

En annen måte å øke egenkapitalen på er å utstede frittstående tegningsretter. Såkalte «warrants» er tegningsretter som gir rett til å erverve et omsettelig verdipapir. Innløsning av «warrants» resulterer i utstedelse av nye aksjer. Frittstående tegningsretter og tegningsrettsaksjer i henhold til lov om allmennaksjeselskaper § 11-12 og § 11-10 gir mulighet for at selskapets kapital utvides uten ytterligere beslutning fra selskapets generalforsamling.

Utøvelse av opsjonsavtaler i forbindelse med incentivordninger for ledere og ansatte vil også øke egenkapitalen i selskapet.

6.2.3 Aksjederivatmarkedet

Derivatmarkedet og gjeldende regulering av dette er blant annet beskrevet i NOU 1996:2 *"Andre institusjoner i markedet for verdipapirer og varederivater i Norge"* i kapittel 11 og Ot prp nr 29 (1996-97). Her gis en kort presentasjon av utviklingen i det norske markedet for børsnoterte derivater. Markedet for unoterte, ikke-standardiserte derivater blir også omtalt.

Alle derivater er varianter av to grunnleggende typer; terminer (f eks futures og forwards) og opsjoner. En *terminavtale* er en avtale mellom to parter om kjøp eller salg av en eiendel på et avtalt fremtidig tidspunkt og til en avtalt pris. Terminkontrakten innebærer at kjøperen har både en rett og en plikt til

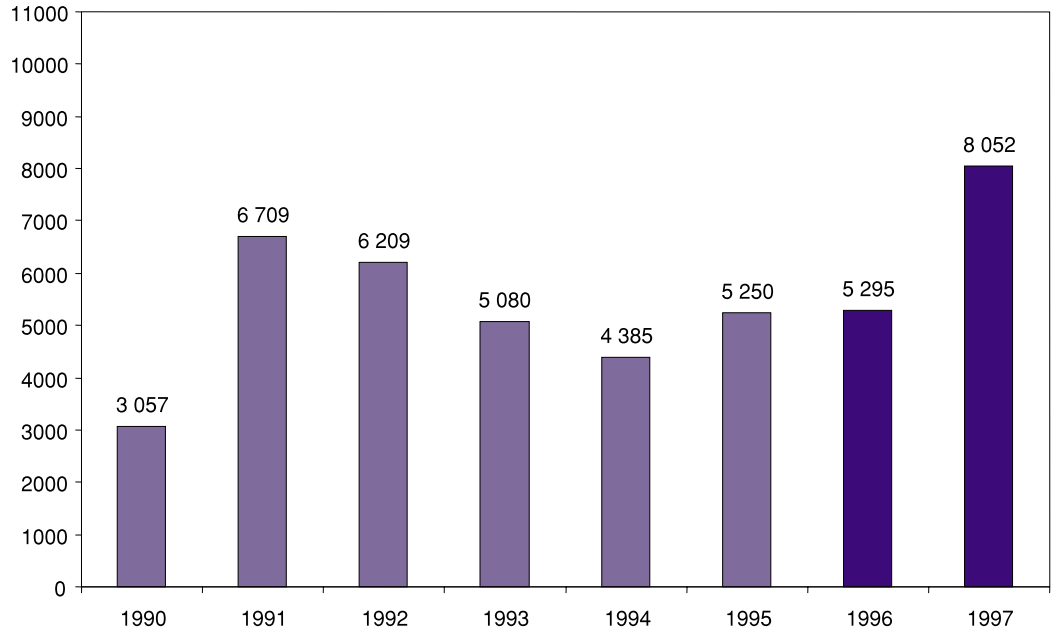
å gjennomføre transaksjonen. En *opsjon* gir derimot kjøperen en rett, men ikke en plikt, til å gjennomføre den avtalte handelen. Selgeren (utstederen) av den samme opsjonen har en plikt, men ikke en rett til å gjennomføre transaksjonen, og betalingen for denne plikten mottas i form av opsjonspremien. Opsjonspremien, eller prisen på opsjonen, uttrykker opsjonens gjeldende markedsverdi.

På Oslo Børs har det vært omsatt aksje- og obligasjonsderivater siden 1990. En endring i handelen med derivater over Oslo Børs kom med samarbeidsavtalen (Linked Exchanges and Clearing – LEC) mellom Oslo Børs, Norsk Oppgjørssentral ASA (NOS), OM Stockholm AB, og OM's datterselskap i London, OMLX. Samarbeidet innebar at verdens første realtidssammenkobling av uavhengige børser og clearinghus ble realisert den 14. februar 1997. Svenske aksjederivater kan handles gjennom børsmedlemmer på Oslo Børs, og svenske og britiske investorer kan handle norske aksjederivater gjennom sine meglere i henholdsvis Sverige og England. Handelen foregår på grunnlag av en felles ordrebok over et elektroniske handelssystem. Clearing og oppgjør blir imidlertid utført lokalt.

Ved utgangen av november 1998 kunne man handle opsjoner og forwards[16] på 13 norske aksjer pluss opsjoner og terminer (futures) på aksjeindeksen OBX, som består av de 25 mest omsatte aksjene (aksjeklassene) på Oslo Børs. Dessuten kunne man handle ca 35 svenske aksjeopsjoner, forwards og opsjoner og terminer (forwards) på den svenske OMX indeksen. I tillegg til aksjederivatene omsettes futureskontrakter på statsobligasjonene med 5 og 10 års løpetid.

Etter 1991 har utviklingen i derivatmarkedet vært preget av synkende aktivitet og lav likviditet frem til slutten av 1996. Imidlertid har omsetningen av norske aksje- og indeksopsjoner tatt seg opp i 1997, som illustrert i figur 6.7. Det er grunn til å tro at deler av denne omsetningsøkningen kan tilskrives det nye elektroniske handelssystemet for derivater.

16. En forwardkontrakt er en avtale mellom to parter om kjøp eller salg av en eiendel på et bestemt fremtidig tidspunkt og til en bestemt pris. Tilsvarende gjelder for en futureskontrakt, men i motsetning til forwards som kun har oppgjør ved forfall, har futures daglig oppgjør. Futureskontrakter er normalt standardiserte og omsettes i større grad over børs enn hva tilfellet er for forwardkontrakter.



Figur 6.8 Det norske opsjonsmarkedet. Gjennomsnittlig daglig omsetning i antall kontrakter. 1990 – 1997

Kilde: Oslo Børs

Som for aksjer er det også et marked for *unoterte, ikke-standardiserte derivater*, også kalt OTC-derivater eller «ad hoc-opsjoner» m v. Disse kontraktene vil ikke nødvendigvis kunne sammenlignes med de standardiserte kontraktene som omsettes over børs. Gitt at to parter kan bli enige om vilkårene, vil det ofte være formålstjenlig å skreddersy en derivatkontrakt som er tilpasset partenes behov. Kontrakten kan senere omsettes hvis det finnes potensielle kjøpere, men i hovedsak vil såkalte OTC-derivater omsettes mindre enn de standardiserte børsnoterte kontraktene. OTC-markedet for rente- og valutaderivater og varederivatmarkedet er nærmere drøftet i NOU 1996:2, kapittel 11.2.4 og 11.2.7.

Unoterte, ikke-standardiserte derivater, utstedes og omsettes i det norske verdipapirmarkedet. Ad hoc-opsjoner som handles via verdipapirforetak blir rapportert inn til Oslo Børs og konkurrerer til en viss grad om likviditeten med de standardiserte opsjonene. I 1997 var omsatt antall underliggende aksjer nærmere dobbelt så høyt for handler med ad hoc-opsjoner som for handler med de standardiserte opsjonene. Omsetningen er etter hvert blitt såpass betydelig at Norsk Oppgjørssentral (NOS) fra og med 1997 har igangsatt frivillig clearing av denne typen opsjoner. Ad hoc-opsjonenes underliggende instrument er gjerne aksjer som det ikke er utstedt standardiserte opsjoner på, men disse opsjonene kan også være utstedt på aksjer som er underliggende instrument for opsjoner som noteres på Oslo Børs. Hovedinntrykket av ad hoc-opsjonene er at de aller fleste er «in-the-money» amerikanske kjøpsopsjoner, d v s opsjoner med en innløsningskurs som er lavere enn aksjekursen på utstedelsestidspunktet, og som kan innløses når som helst frem til bortfallstidspunktet, slik at sannsynligheten for at opsjonen vil bli utøvet er stor.

6.2.4 Omsetning av norske egenkapitalinstrumenter i utlandet

Markedsverdien av norske børsnoterte selskaper var 490,3 mrd kr ved utgangen av 1997. Utenlandske aksjer notert ved Oslo Børs hadde på samme tidspunkt en markedsverdi på 66 mrd kr. Verdien av de norske selskapene utgjorde kun 0,7 prosent av markedsverdien av (de nasjonale) selskapene notert ved New York Stock Exchange (NYSE). Oslo Børs er dermed et lite marked i internasjonal sammenheng. Også børsene i Stockholm, København og Helsingfors er større enn Oslo Børs målt i markedsverdi. Ved utgangen av 1997 var markedsverdien av de nasjonale selskapene 2022 mrd kr i Stockholm, 809 mrd kr i København og 544 mrd kr i Helsingfors. Inkluderes markedsverdien av de utenlandske selskapene notert på de respektive børser blir Oslo og Helsingfors omtrent like store. Omsetningen av aksjer og grunnfondsbevis i 1997 var imidlertid større på Oslo Børs enn på Københavns Fondsbørs og Helsingfors Fondsbørs.

Aksjer i flere norske selskaper kan i dag omsettes på utenlandske markedsplasser. På slutten av 1980-tallet og begynnelsen av 1990-tallet ble mange av de store norske selskapene omsatt ved SEAQ (Stock Exchange Automated Quotations) International i London. Dette antallet er i dag redusert, men fortsatt er det en betydelig omsetning av norske aksjer via SEAQ. Konkurranseforholdet mellom SEAQ International og Oslo Børs blir diskutert i større detalj i *"Faktisk konkurranse og samarbeid mellom børser og regulerte markedsplasser"* i kapittel 14.3. Tabell 6.2 viser norske aksjer og grunnfondsbevis notert ved utenlandske børser pr årsslutt 1997. Det fremgår blant annet at 13 verdipapirer ble kvotert ved SEAQ International, 3 var notert i New York (NYSE) og 3 var noteret i London (LSE). Norsk Hydro er notert ved 11 forskjellige utenlandske børser.

Tabell 6.2: Norske aksjer og grunnfondsbevis notert eller handlet ved utenlandske børser/ handelssystemer1997

Selskap	Utenlandsk børs / handelssystem
Bank	
Christiania Bank og Kreditkasse	SEAQ
Den norske Bank	SEAQ
Fokus Bank	SEAQ
Industri	
Aker	SEAQ
Dyno	SEAQ
Elkem	Frankfurt, SEAQ
Hafslund	København
Kværner	London (B-aksjen), Stockholm
Nera	NASDAQ
NetCom	SEAQ
Norsk Hydro	Amsterdam, Basel, Dusseldorf, Frankfurt, Geneve, Hamburg, London, New York (ADR's), Paris, Stockholm, Zurich.
Norske Skogindustrier	SEAQ
Orkla	SEAQ

Tabell 6.2: Norske aksjer og grunnfondsbevis notert eller handlet ved utenlandske børser/ handelssystemer1997

Selskap	Utenlandsk børs / handelssystem
Petroleum Geo-Services	New York (ADR's)
Saga Petroleum	New York (ADR's), SEAQ
Shipping	
Bergesen d.y.	SEAQ
Fred. Olsen Energy	SEAQ
Smedvig	New York (ADR's)
Storli	SEAQ
Grunnfondsbevis	
Sparebanken NO	SEAQ

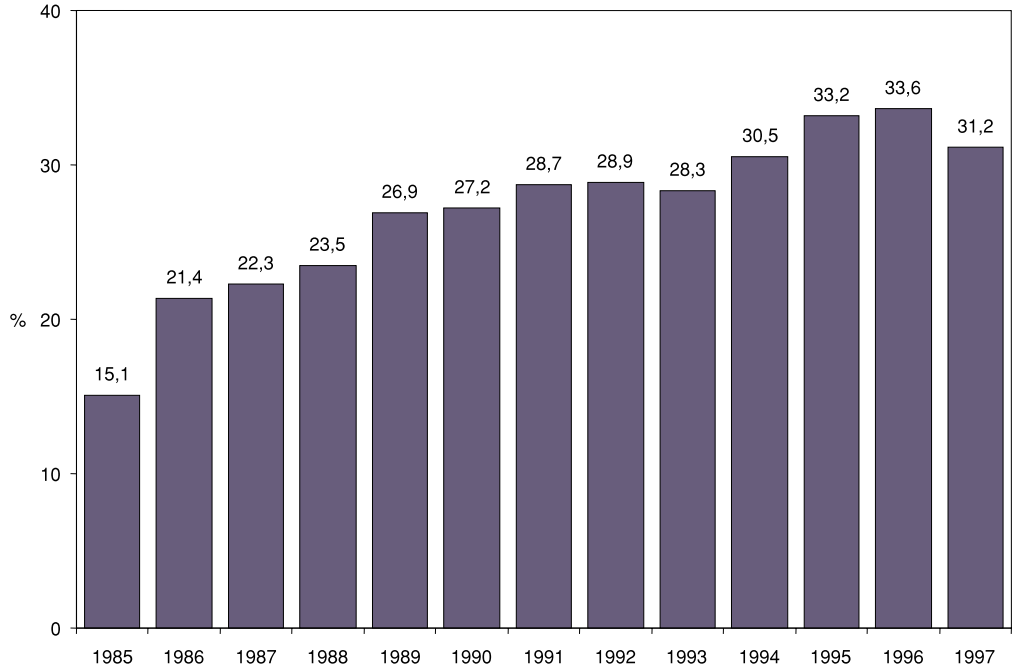
Note: ADR = American Depository Receipts. En ADR er en slags kvittering på den fysiske aksjen administrert av en depotbank, og den har for alle praktiske formål samme egenskaper som aksjene selv.

Kilde: Oslo Børs.

6.2.5 Utlendingers rolle i det norske egenkapitalmarkedet

Utlendingers eierandeler på Oslo Børs og andre europeiske børser er vist i figur 6.8. Den store utenlandske eierandelen i norske børsnoterte selskaper kan ikke lenger tilskrives at norske selskaper er billigere enn utenlandske. Økt internasjonalisering og global diversifisering, opphevelse av diskriminerende stemmerettsbegrensninger for utenlandske aksjonærer, en solid norsk økonomi og et mer likvid aksjemarked er naturlige forklaringer. Økningen i den utenlandske eierandelen er ikke et særnorsk fenomen. I Stockholm økte utlendingenes eierandel fra 8 prosent i 1990 til 32 prosent i 1997, i København fra 3 til 17 prosent, i London fra 12 til 16 prosent og i Paris fra 14 til 22 prosent.

Økningen i utlendingers eierandeler fra 1985 til 1986 kan skyldes mer troverdig statistikk gjennom VPS-systemet, nedbygging av restriksjonene på utlendingers investeringer (kvoter) i Norge og mer målrettet aksjesalg mot utlandet.



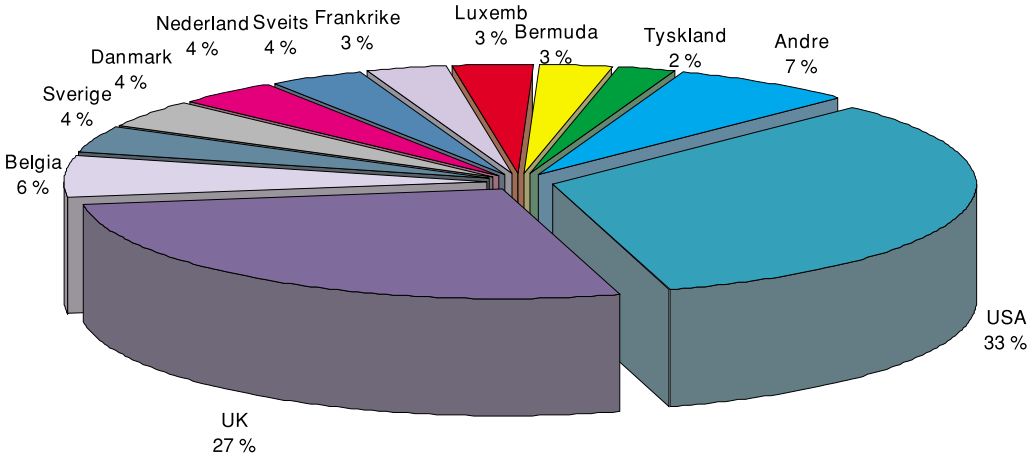
Figur 6.9 Utenlandsk eierandel 1985 – 1997

Note: Tallene gjelder samtlige selskaper notert på Oslo Børs. For de utenlandske selskapene er det imidlertid kun den delen av kapitalen som er registrert i VPS som inngår i beregningsgrunnlaget.

Kilde: VPS

USA og Storbritannia har de klart største utenlandske eierpostene i norske aksjer, jf figur 6.10, med 65 prosent av de samlede utenlandske eierinteressene. Til sammenligning utgjør Sverige og Danmark kun 8 prosent av eierinteressene. Forklaringen til Storbritannias og USAs dominans kan finnes i disse landenes pensjonssystemer og tradisjoner for aksjesparing, som har bidratt til fremveksten av store fond med behov for internasjonal diversifisering.

Markedsverdien av de 21 utenlandske selskapene som var notert på Oslo Børs ved utgangen av 1997, var 126,5 mrd kr, hvorav den delen av aksjene i disse selskapene som var registrert i VPS hadde en markedsverdi på 65,7 mrd kr. Forskjellen mellom disse to tallene oppstår fordi et selskap som er sekundærnotert på Oslo Børs ikke nødvendigvis har alle sine aksjeklasser notert i Oslo (selskapet har f eks kun B-aksjen notert her). Videre vil det ofte kun være en del av det utenlandske selskapets aksjekapital som er notert i delregister i VPS. De utenlandske selskapenes markedsverdi utgjør omlag 25 prosent av børsselskapenes totale markedsverdi. De samme utenlandske selskapene hadde i løpet av 1997 emittert 5,4 mrd kr i ny kapital.



Figur 6.10 Utenlandsk eierskap fordelt på land, pr 31.12 1997. Prosent av markedsverdi
Note: Landangivelsene behøver ikke følge nasjonaliteten på de reelle eierne, da landangivelse kan være knyttet til verdipapirenes forvalter f eks banker og ikke nødvendigvis deres reelle eiere.

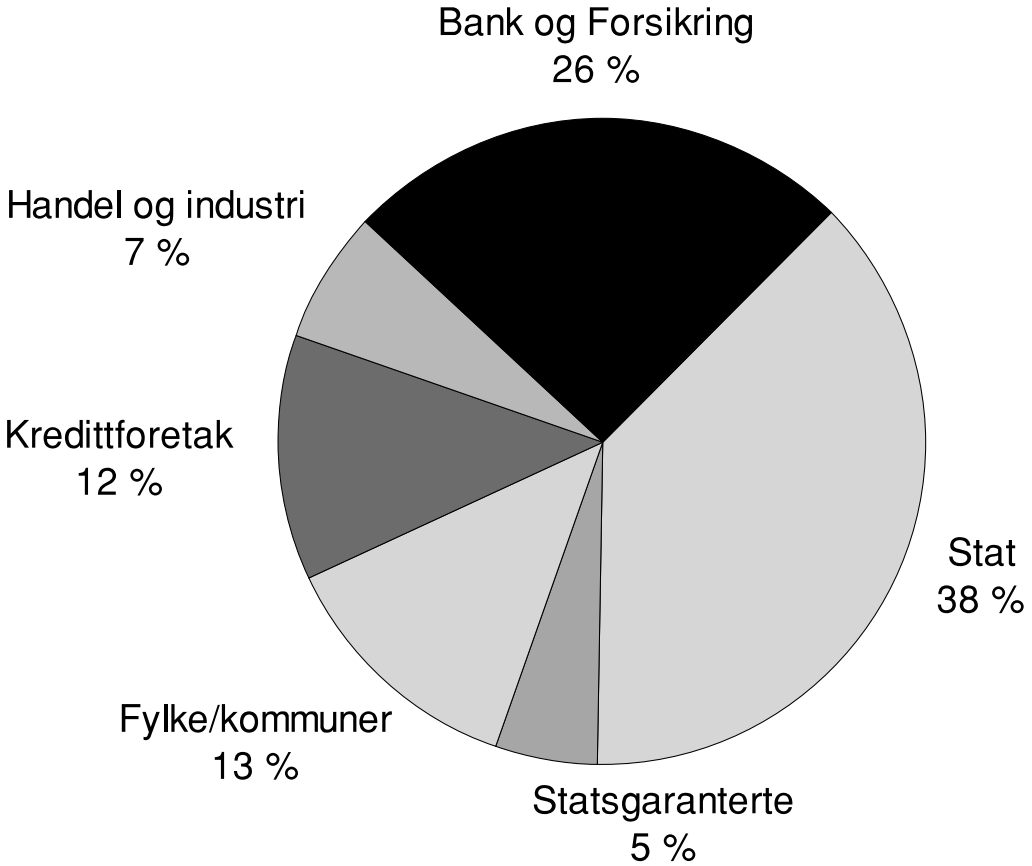
6.3 Markedet for lånekapital

6.3.1 Obligasjonsmarkedet

Det norske obligasjonsmarkedet er lite i forhold til den økonomiske aktiviteten. Særlig gjelder dette obligasjoner utstedt av staten. Utestående statsgjeld i Sverige er til sammenligning om lag tolv ganger større enn i Norge, noe som har sammenheng med at statens lånebehov er langt større i nesten alle andre land.

Den samlede utestående obligasjonsgjeld i Norge var ved utgangen av 1997 på 366 milliarder kroner. Dette er en økning på 17 prosent siden siste årsskifte. De to foregående år var den årlig veksten i markedet på bare 3 prosent. Om lag to tredjedeler av veksten de siste tre årene har kommet fra bank- og forsikringsselskaper. Offentlig sektor i Norge har hatt sunn finansiell balanse og har hatt lite behov for å øke låneopptaket. Vel 37 prosent av utestående gjeld er utstedt av staten. Betydningen av statsobligasjonene illustreres best ved å se på omsetningen i markedet. I 1996 utgjorde omsetningen av statsobligasjoner hele 83 prosent av den samlede obligasjonsomsetningen i Norge. Denne andelen er faktisk enda høyere, 88 prosent, i 1997.

Noen av de største norske selskapene utsteder obligasjonslån i utlandet. Det er imidlertid ikke vanlig at lån notert på Oslo Børs også noteres på utenlandske børser slik tilfellet er for aksjer. Enkelte selskap har imidlertid obligasjonslån kun notert ved utenlandske børser.



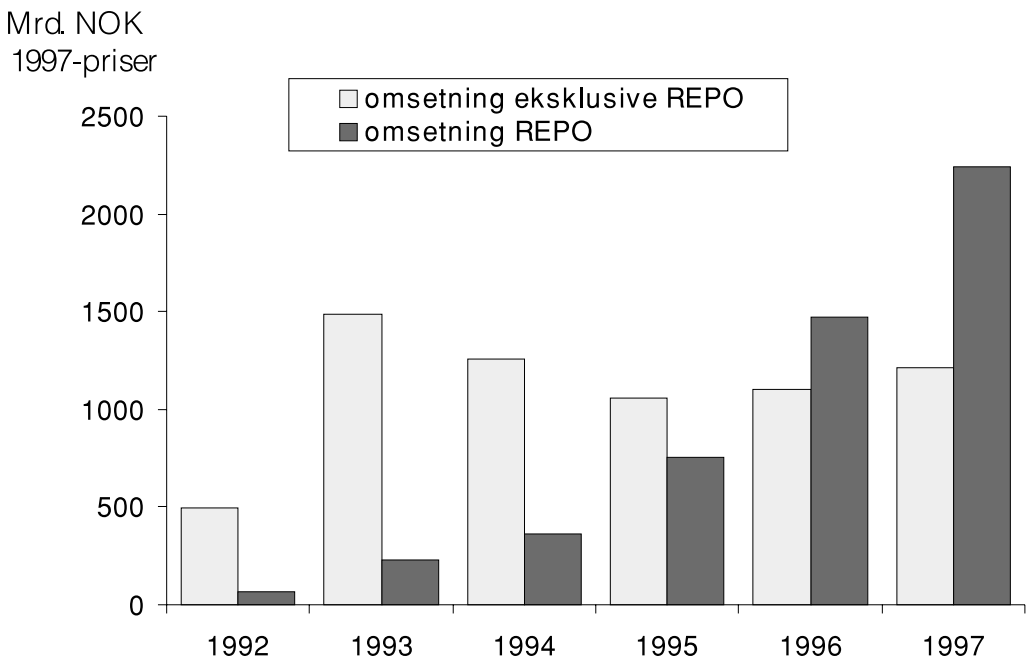
Figur 6.11 Utestående obligasjonsgjeld etter utsteder, 1997
Kilde: VPS og Norges Bank

Som nevnt er det finanssektoren som har benyttet obligasjonsmarkedet i økende grad de senere år. Utlånsveksten har vært langt sterkere enn innskuddsveksten i flere år. Gapet har vært dekket i blant annet obligasjons- og sertifikatmarkedet. Siden utgangen av 1994 har obligasjonsgjeld utstedt av finansinstitusjoner økt fra 35 til 93 milliarder kroner og utgjorde ved utgangen av 1997 25 prosent av utestående obligasjonsbeholdning. En motsatt utvikling har funnet sted for kredittforetak hvor obligasjonsgjelden i samme periode har sunket fra 74 til 44 milliarder kroner.

Handelen med obligasjoner er prisdrevet, d v s at market-makere og primærhandlere (se *"Statens/Norges Banks statsgjeldspolitikk m v"* i kapittel 5.5.3) stiller kjøps- og salgspriser på obligasjonene, i motsetning til at investorer/verdipapirforetak legger ordre inn i en ordrebok som i aksjemarkedet (se boks 14.1). Handelen med statsobligasjoner står for mesteparten av omsetningen i obligasjonsmarkedet, 88 prosent ved utgangen av 1997. Et annet trekk ved obligasjonsomsetningen er at en stor del av den er generert av market-making og meglernes egenhandel. Videre omsettes en stor del av obligasjonene utenfor børs.

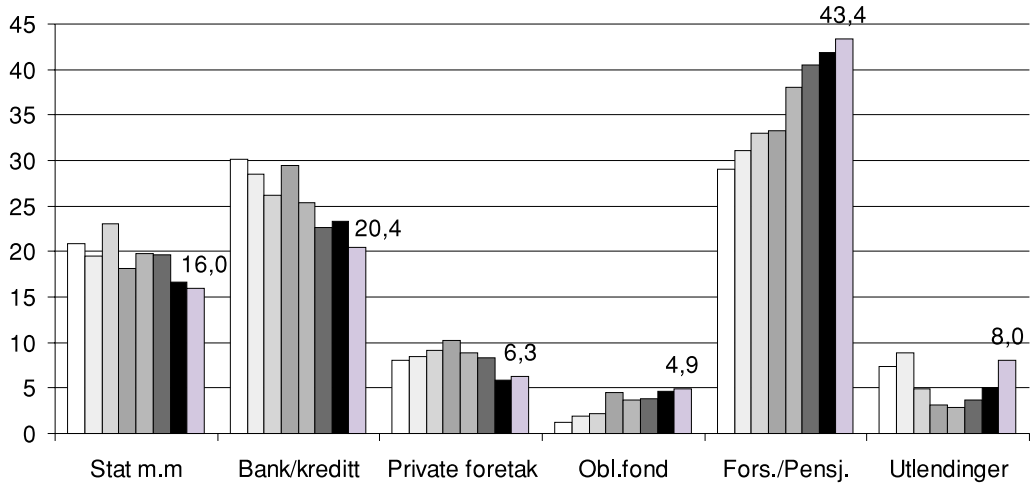
Omsetningen av obligasjoner eksklusive gjenkjøpsavtaler var 1215 mrd i 1997. Dette er en økning på 125 prosent fra 1996. Som det fremgår av"" i figur 6.11 er obligasjonsomsetningen redusert i årene etter 1992. Utviklingen i

omsetningen av obligasjoner i denne perioden er videre kjennetegnet av en stadig voksende andel gjenkjøpsavtaler (REPO). En repo er et kortsiktig lån mot sikkerhet i obligasjoner. En repohandel er derfor mer en kortsiktig finansieringsform for obligasjonseiere enn en «reell» transaksjon. Repo-handler kan imidlertid bidra til å effektivisere handelen og øke likviditeten i de aktuelle verdipapirene. "" i Figur 6.11 illustrerer hvordan gjenkjøpsavtalenes andel av den totale obligasjonsomsetningen har økt fra 11 prosent i 1992 til 65 prosent ved utgangen av 1997.



Figur 6.12 Obligasjonsomsetning 1992-1997
Kilde: Oslo Børs

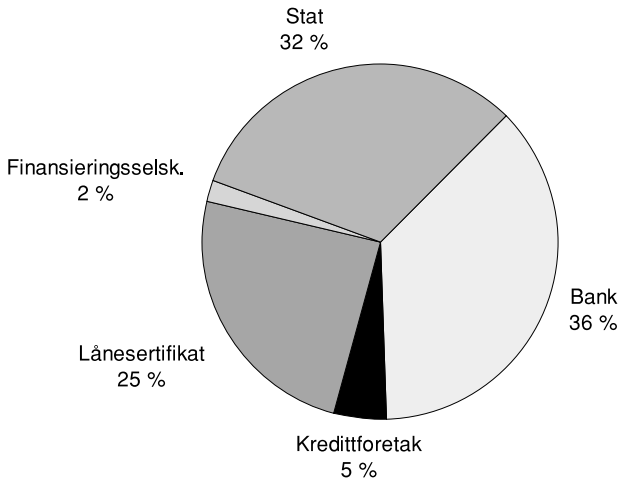
"" i Figur 6.12 viser utviklingen de siste årene i obligasjonslånenes investorstruktur. Det fremgår av figuren at den mest markante endringen i perioden 1992 til 1997 har vært økningen i forsikringsselskaper og private pensjonskassers eierandel. Obligasjonsfondene har også økt sine andeler i perioden, mens andelen til banker og kredittforetak er redusert. Privatpersoners investeringer i obligasjoner er utelatt fra figuren, men denne gruppens andel er lav (1,1 prosent ved utgangen av 1996) og har vært stabil i perioden.



Figur 6.13 Eierstruktur obligasjoner 1990-1997
Note:Stat m m inneholder stat og kommune, trygdeforvaltningen og Norges Bank. Privatpersoners andel er utelatt fra figuren. Denne var 1 prosent ved utgangen av 1997.
Kilde: VPS og Norges Bank

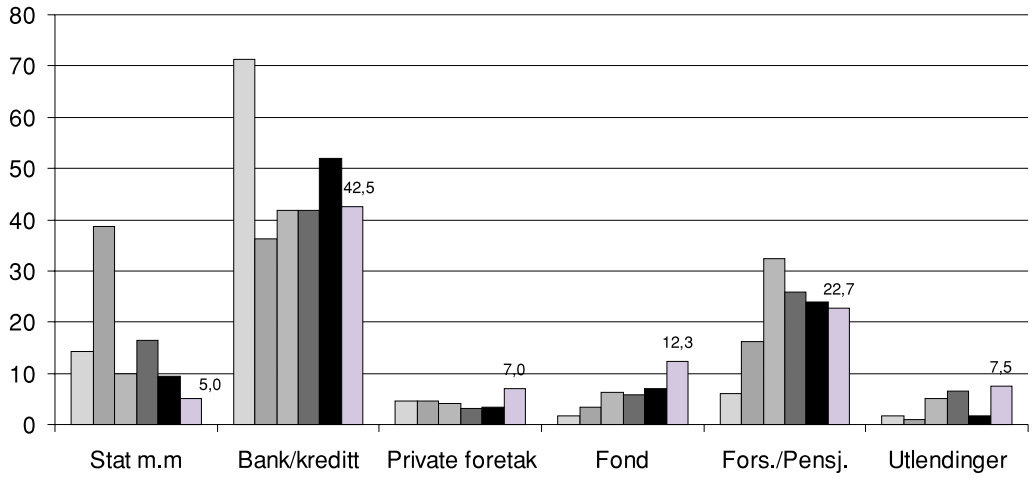
6.3.2 Sertifikatmarkedet

Sertifikater er rentebærende papirer (obligasjoner) med løpetid på mindre enn 1 år. Utestående sertifikater utgjorde ved utgangen av 1997 118 mrd kr. Utestående sertifikatgjeld har økt de siste årene. Fra 1995 til 1997 var veksten på hele 20. Det er særlig banksertifikater som har økt. Siden utgangen av 1994 til utgangen av 1997 har beholdningen av sertifikater utstedt av banker økt fra 5,9 til 45,5 milliarder kroner. Dette illustrerer at bankene i Norge er svært avhengige av et fungerende sertifikatmarked.



Figur 6.14 Utestående sertifikatgjeld etter utsteder, 1997
Kilde: VPS og Norges Bank

Den største eiersektoren på sertifikatsiden er banker med en eierandel på 36 prosent. Utlendinger har økt sin andel fra kun 2 prosent ved utgangen av 1994 til 11 prosent i august 1997. Også kredittforetak har økt sine eierandeler, fra 1 prosent til 8 prosent i samme periode. Eierstrukturen for sertifikatlån ved utgangen av 1997 er vist i figur 6.14.



Figur 6.15 Utviklingen av eierstrukturen sertifikater, 1992-1997
Note: Stat m.m inneholder stat og kommune, trygdeforvaltningen og Norges Bank. Privatpersoners andel er utelatt fra figuren. Denne var 0,2 prosent ved utgangen av 1997.
Kilde: VPS og Norges Bank

I likhet med utviklingen i obligasjonsmarkedet har omsetningen av gjenkjøpsavtaler i sertifikatmarkedet økt i perioden fra 1990 til 1997. I 1990 utgjorde gjenkjøpsavtalene kun 3 prosent av den totale sertifikatomsetningen. Ved utgangen av 1997 hadde denne andelen økt til 41 prosent (19 prosent i 1996).

6.3.3 Rente- og valutaderivater

Det finnes mange typer rentederivater. Den mest benyttede typen er fremtidige renteavtaler (FRA). Andre derivatkontrakter er rentefutures og renteopsjoner. Det er kun to rentederivater som omsettes over Oslo Børs, futures med henholdsvis 5- og 10- års statsobligasjoner som underliggende instrument.

Markedet for fremtidige renteavtaler (FRA) er et OTC-marked, d v s at disse instrumentene ikke noteres på børs. Data for markedets størrelse er derfor beheftet med usikkerhet, noe som særlig gjelder opplysninger om renteavtaler i utenlandsk valuta.

Ved utgangen av juni 1997 utgjorde norske bankers beholdning av FRAer i norske kroner hele 1.703 milliarder kroner. Dette er en økning på 42 prosent siden samme måned året før. Tallene fordeler seg omtrent likt på beholdninger av kjøpte og solgte FRAer. Utlendinger var motpost for vel halvparten av beløpet, mens utlendingenes andel for ett år siden kun var på 30 prosent.

I utenlandsk valuta utgjorde norske bankers beholdning av FRAer 925 milliarder kroner ved utgangen av juni 1997. Dette representerte en nedgang på 15 prosent de foregående 12 måneder. Også for utenlandsk valuta var det omtrent likt beløp på kjøpte og solgte FRAer. Den største FRA-valutaen var svenske kroner (juni 1997).

6.3.4 Utlendingers rolle i det norske lånekapitalmarkedet

Utlendinger har økt sine beholdninger av både obligasjoner og sertifikater. Dessuten har utenlandske aktører langt høyere omløpshastighet på sine beholdninger enn norske investorer. De utenlandske aktørene er relativt få og store og med stor kapital. I relasjon til de siste års utvikling betyr dette at rentemarkedene raskt kan endre karakter.

6.4 Varederivater

6.4.1 Olje

Det er et stort internasjonalt marked for derivater på olje. Aktiviteten over børs skjer hovedsakelig i futures-kontrakter, mens opsjonshandel antas å utgjøre nær 15 prosent av børsvolumet. De to viktigste børsene er London (International Petroleum Exchange) og New York Mercantile Exchange. For Brent-kontrakter (nordsjøolje) lå i 1997 daglig omsetning over børs på om lag 55 millioner fat, mens omsetningen av West Texas Intermediate olje lå på rundt 150 millioner fat per dag. I tillegg til børsomsetningen er det betydelig omsetning utenom børs i form av tilnærmet standardiserte derivater. Her handles kontrakter på opptil 10 års løpetid. Til sammenligning er verdens samlede oljeforbruk på nærmere 75 millioner fat per dag.

Av andre olje-relaterte produkter som handles over børs er de viktigste «heating oil», «unleaded gasoline» (bensin) og naturgass.

De aller fleste store oljeselskapene deltar i derivatmarkedet. I Norge er Statoil den klart største aktør. Også Norsk Hydro og til dels Saga handler derivater. Den norske Bank er alene i Norge om å handle oljederivater overfor andre kunder – hovedsakelig rederier som avlaster risikoen med hensyn til bunkerspris.

6.4.2 Kraft

Verdipapirmarkedet for kraftkontrakter ble etablert i 1993 og har vokst raskt. Det er tilnærmet et felles marked for Norge og Sverige med en felles børs, Nord Pool ASA med base i Oslo. Det vises til nærmere omtale i *"Kraftderivatmarkedet"* i kapittel 11.4.

Instrumentene i el-markedet svarer til de en finner i andre markeder. I Nord Pool-markedet handles kraft for fysisk levering (spot) samt finansiell kraft i form av futures og forward-kontrakter. Disse finansielle instrumentene handles også i OTC-markedet.

Det totale samlede forbruk av el-kraft for Norge og Sverige er ca 255 TWh (terrawatt timer) på årsbasis. Omsetning av kraft på elspot markedet på Nord Pool for 1997 var 43,6 TWh. I 1997 var det i det alt vesentlige norske og svenske aktører som handlet på Nord Pool, slik at Nord Pools markedsandel var på ca 17 prosent.

Nord Pool oppfatter seg som en nordisk markedsplass, og har i dag – i tillegg til norske og svenske aktører – også aktører fra Finland og Danmark samt tre fra Storbritannia.

I 1997 clearet Nord Pool bilaterale kontrakter tilsvarende 147,3 TWh, tilsvarende tall for utgangen av 2. tertial 1998 var 215,9 Twh. En antar at størrelsen på bilaterale finansielle kraftkontrakter er i størrelsesorden rundt 300 TWh pr år. Det finnes ikke fullstendig statistikk for dette tallet.

Tabell 6.3: Omsetning av kraft gjennom Nord Pool fysisk (spot) og finansiell (termin) 1996-1998

	Spot TWh	Spot Mrdkr	Termin TWh	Termin Mrdkr	Aktører
1996	40,6	10,2	42,6	10,5	148
1997	43,6	6,3	53,0	8	199
2. tert 1998	35,0	4,2	48,2	6,6	218

Spotprisen kvotert på Nord-Pool funger som basis for priser for terminprodukter over uker, måneder og sesonger. I OTC markedet kvoteres også priser for år. Opsjoner kan stilles på disse produktene.

Kapittel 7

Nåværende verdipapirmarkedsstruktur i Norge

7.1 Innledning

Verdipapirmarkedet i Norge omfatter transaksjoner foretatt både utenfor og i et organisert marked, for Norge praktisk sett Oslo Børs. I denne gjennomgangen av hovedtrekkene ved strukturen i verdipapirmarkedet og verdipapirtransaksjoner, vil det primært bli fokusert på transaksjoner i børsnoterte verdipapirer foretatt over børs. I hovedsak gjelder dette aksjer, obligasjoner og standardiserte derivater knyttet til slike (se nærmere i *"Oversikt over kapitalmarkedet i Norge"* i kapittel 6.1). Det som sies om aksjer vil i det alt vesentlige også gjelde tilsvarende for børsnoterte grunnfondsbevis. *Utvalgets* beskrivelse av aksjetransaksjoner som går over børs relaterer seg til det handelssystem Oslo Børs tar sikte på å sette i drift på nyåret i 1999.

I prinsippet omfatter verdipapirmarkedet *to hovedtyper av transaksjoner*. Dette gjelder:

- *utstedelse av nye verdipapirer,* typisk offentlige emisjoner, i førstehåndsmarkedet, med tilhørende oppgjørstransaksjoner (innbetaling av tegningsbeløp og utstedelse av verdipapirer). Det særpregede er at det verdipapirutstedende foretak er part i transaksjonen og at det utstedes nye verdipapirer for senere omsetning i annenhåndsmarkedet.
- *handel i (overdragelse av) utstedte verdipapirer* i annenhåndsmarkedet, med tilhørende oppgjørstransaksjoner.

For det standardiserte derivatmarkedet er situasjonen noe annerledes, for det første ved at dette markedet er organisert som et «rent primærmarked» og for det annet at transaksjonene «cleares» i en oppgjørssentral, se nærmere nedenfor. Et unntak her er blant annet serier av standardiserte kjøpsretter («covered warrants», typisk til aksjer), se *"Særlig om markedet for børsnoterte derivater"* i kapittel 7.6 nedenfor.

Markedet i børsnoterte verdipapirer i Norge er papirløst (dematerialisert), i den forstand at det ikke handles med fysiske verdipapirer. Børsnoterte aksjer, obligasjoner og derivater registreres i VPS, og eierposisjoner (og andre rettigheter i verdipapirene) fremgår av og avgjøres ved registrering på konti i VPS.

Nedenfor gis en *oversikt* over den institusjonelle infrastrukturen i det organiserte verdipapirmarkedet i Norge, samt over verdipapirtransaksjonene med tilhørende oppgjør og avvikling (verdipapirkjedene).

Først skal det imidlertid gis en kortfattet oversikt over regulerings- og tilsynssiden.

7.2 Regulering og tilsyn

Rammebetingelsene og den grunnleggende regulering av verdipapirmarkedet og dets aktører følger av den til enhver tid gjeldende lovregulering, hovedsakelig i verdipapirhandelloven, børsloven, verdipapirsentralloven samt lov

om tilsynet for kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper og verdipapirhandel m v (Kredittilsynet).

Det overordnede ansvaret for tilsyn med verdipapirhandel ligger hos Finansdepartementet, jf verdipapirhandelloven § 12-1. Finansdepartementet er også på en rekke områder tildelt kompetanse til å fastsette forskrifter for nærmere regulering av ulike deler av verdipapirmarkedet og dets virksomhet. Eksempelvis kan nevnes at Finansdepartementet fastsetter børsforskriften, jf børslovens § 1-6.

Det utøvende og operative organ vedrørende tilsyn med markedet og overholdelse av verdipapirhandellovens regler, er Kredittilsynet. Kredittilsynet har også institusjonstilsyn, blant annet med verdipapirforetak, Verdipapirsentralen, Norsk Oppgjørssentral, samt forvaltningsselskaper for verdipapirfond, banker og finansinstitusjoner for øvrig.

Børsen er som sådan ikke underlagt Kredittilsynets tilsyn. Om Finansdepartementets tilsyn med og kompetanse overfor børsen, vises til nærmere omtale i *"Det offentliges myndighet og oppgaver vedrørende børsen"* i kapittel 8.4.

Børsen er for øvrig pålagt å «medvirke i myndighetenes tilsyn med verdipapirhandel», jf børslovens § 1-5. Børsen er videre tillagt diverse enkeltstående tilsyns- og kontrolloppgaver knyttet til verdipapirmarkedet i medhold av børslov og verdipapirhandellov, se nærmere i *"Andre kontroll- og tilsynsoppgaver"* i kapittel 9.12.

Endelig er børsen tillagt forskrifts- og vedtakskompetanse i medhold av børsforskriften m v på enkelte områder, se nærmere i *"Regelkompetanse"* i kapittel 9.2.

7.3 Aktører og strukturen i handelstransaksjoner

7.3.1 Oversikt

Innleggelse av ordre for og rapportering av gjennomførte handelstransaksjoner i børsnoterte verdipapirer, foregår i *børsens* elektroniske handelssystem. Når handel er gjennomført, må verdipapirene overføres fra selger til kjøper. Det skjer i rettighetsregisteret i *Verdipapirsentralen* (VPS).

Aksjer og obligasjoner tas opp til notering etter søknad fra *utstedere*, typisk allmennaksjeselskaper, sparebanker og andre obligasjonsutstedende foretak.

De børsnoterte aksjeselskapene og alle norske obligasjoner er registrert i VPS. Alle eiere av slike verdipapirer har en verdipapirkonto i VPS hvor deres innehav av aksjer og obligasjoner er registrert. Alle registreringer skjer via en *kontofører*. Kontofører i VPS er hovedsakelig banker og verdipapirforetak, jf nærmere i *"Verdipapirsentralen (VPS)"* i kapittel 11.2.

Handelen over børs (og i stor grad også utenombørshandel) skjer med *verdipapirforetak* (inkludert bankers fondsavdelinger) som mellomledd mellom *investorene* (kjøper/selger).

Senest samme dag som handlene er utført, melder verdipapirforetaket alle kjøp og salg inn for VPS. Alle handler som er gjort mellom verdipapirforetak, går inn i et spesielt VerdiPapirOppgjørs-system (VPO) som avregnes med *Norges Bank* som oppgjørsbank. Investorer kan være med i dette oppgjørssystemet via en bank som opptrer som forvalter for investor. VPO er et oppgjørssystem for overføring av verdipapirer mot betaling, som sikrer partene samtidig levering av ytelse mot ytelse. Normal oppgjørsperiode er fire dager. Kvelden før oppgjørsdag foretas det dekningskontroll mot selgers VPS-konto. Samtidig foretas det en beregning av det pengemessige mellomværende mel-

lom verdipapirforetakene. Dersom det er dekning for alle solgte verdipapirer, oversendes pengeavregningen til Norges Bank for oppgjør den påfølgende dag. Dersom pengeavregningen holder seg innenfor fastsatte økonomiske rammer (om bunngaranti og tilleggsgaranti se *"Pengeoppgjøret i Norges Bank"* i kapittel 7.4.1.3), gjennomfører Norges Bank pengeoppgjøret. På kvelden på oppgjørsdag oppdateres selgende og kjøpende investors verdipapirkonti.

Pengeoppgjøret mellom verdipapirforetaket og investor gjennomføres utenfor VPO. Det kan skje på flere måter, blant annet ved overføring fra investors bankkonto til verdipapirforetakets bankkonto.

I derivatmarkedet har *oppgjørssentralen* (i Norge Norsk Oppgjørssentral ASA (NOS)) en sentral rolle gjennom å garantere for oppfyllelse av de enkelte derivatkontrakter (clearing) samt i organisering av oppgjøret for øvrig.

7.3.2 Handel i aksjer og obligasjoner

7.3.2.1 Innledning

Før en investor kan erverve børsnoterte verdipapirer må vedkommende opprette en VPS konto hvor beholdningen av verdipapirer blir registrert. Videre vil investoren normalt ha en bankkonto som pengeoppgjøret kan gå gjennom.

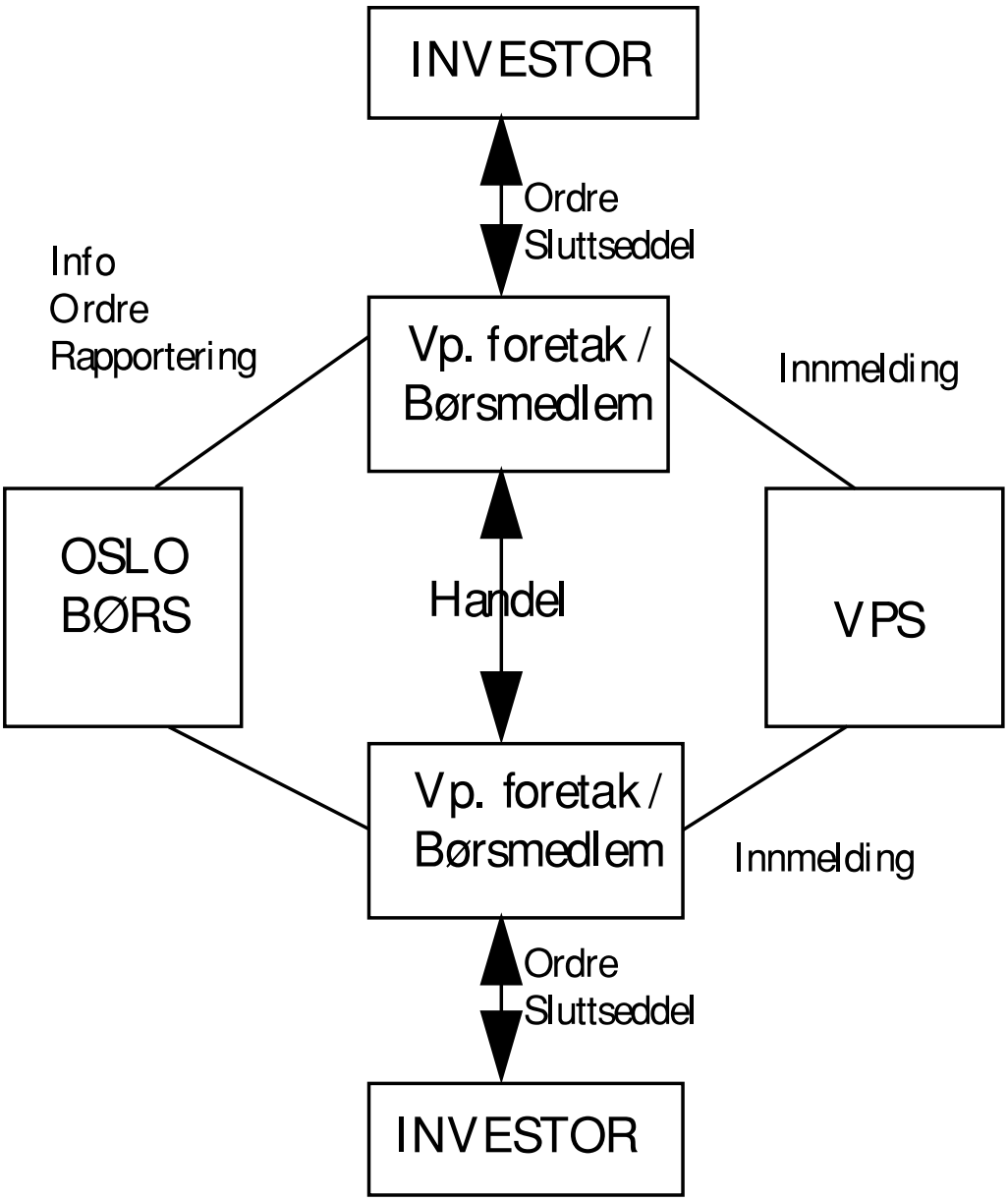
En investor som ønsker å foreta en handel i et børsnotert verdipapir vil normalt gjøre det gjennom et verdipapirforetak.

Skal handelen gå over børs, må transaksjonen skje gjennom et verdipapirforetak som er børsmedlem og som har tilgang til de nødvendige handelsfasiliteter, jf børsloven § 4-1.

Dersom handel skjer gjennom et mellomledd er dette normalt en konsesjonspliktig tjeneste som bare verdipapirforetak kan utføre, også der handelen går utenom børs, jf verdipapirhandelloven § 1-2 første ledd nr 1 og *"Nåværende verdipapirmarkedsstruktur i Norge"* i kapittel 7 om tillatelse til å yte investeringstjenester.

Investor er imidlertid ikke pålagt ved lov, eller på annen måte, å handle gjennom et verdipapirforetak. Alternativet til å handle gjennom et verdipapirforetak vil være å finne motpart selv, for så å gjennomføre oppgjøret direkte med denne. Levering av verdipapirene vil i slike tilfeller skje ved at selgende investor instruerer sin kontofører om å foreta overføring av verdipapirene fra sin VPS-konto til kjøpers VPS-konto.

For de fleste praktiske formål vil handler foretas via verdipapirforetak, og det er denne fremgangsmåten som er illustrert i figur 7.1, og som vil bli kommentert nærmere i det følgende.



Figur 7.1 Handel med aksjer og obligasjoner

7.3.2.2 Børsnoterte aksjer

Investorers kjøp eller salg av verdipapirer vil normalt skje gjennom et verdipapirforetak. Investor kan gi verdipapirforetaket ordre om kjøp eller salg av en viss mengde til en best mulig kurs, eller fullmakt til å handle for vedkommende innenfor et gitt kursintervall.

Verdipapirforetaket vil kunne finne motpart for handelen *utenfor børsen* ved å slutte handelen internt i kundenettet til foretaket (innbyrdesforretning), ved at foretaket selv går inn som motpart for egen regning (selvinntrede/egenhandel), eller ved at verdipapirforetaket slutter handel direkte mot et annet verdipapirforetak (interbankhandel). Dersom verdipapirforetaket skal finne *motpart over børsen* vil ordren legges inn i børsens handelssystem – i

ordreboken for det enkelte verdipapir. Ordre som er av en viss størrelse – d v s tilsvarer en børspost eller mer – registreres på hovedtavlen mens mindre ordre registreres på «odd-lot»-tavlen. Se nærmere om børsens handelsregler i *"Handelsregler for egenkapitalmarkedet"* i kapittel 9.8.3.

Når en handel er sluttet, vil det skrives sluttseddel til de respektive kunder.

Videre melder begge verdipapirforetakene inn sine respektive transaksjoner til VPS for registrering, avregning og oppgjør. Se nærmere under 7.4 om det videre oppgjør.

7.3.2.3 Børsnoterte obligasjoner

På Oslo Børs handles i dag obligasjoner (inkludert sertifikater) på en annen måte enn aksjer. Dersom en investor ønsker å kjøpe eller selge en obligasjonspost kontakter vedkommende (som for aksjer) et verdipapirforetak. Verdipapirforetaket vil i de fleste tilfeller gi kunden et tilbud om pris som vedkommende obligasjon handles for i det aktuelle volum. En eventuell handel skjer med verdipapirforetaket som motpart.

Dersom vedkommende verdipapirforetak ikke går inn som motpart, eller finner motpart blant foretakets øvrige kunder, vil det legge inn ordren i handelssystemet. Dersom et annet verdipapirforetak har en kunde som ønsker en motsatt posisjon i det aktuelle obligasjonslånet, og som aksepterer den ønskede pris, går denne inn og slutter handel med det verdipapirforetaket som har lagt inn tilbudet.

Som for aksjer skrives det sluttsedler og transaksjonen meddeles VPS for avregning og oppgjør.

Om det avsluttende oppgjør og levering, se nærmere i *"Oppgjør og levering av børsnoterte finansielle instrumenter"* i kapittel 7.4.

7.3.3 Handel i standardiserte børsnoterte derivater

7.3.3.1 Innledning

Handel med børsnoterte derivater er regulert ved standardvilkår fastsatt av styrene i Oslo Børs og NOS 12. desember 1994 med senere endringer. Børsmedlemmer kan ved undertegning av handels- og clearingmedlemsavtale opptre som mellommann og clearingrepresentant for sluttkunder i forhold til Oslo Børs og NOS.

Oslo Børs og NOS fastsetter i fellesskap hvilke underliggende instrumenter det til en hver tid skal noteres derivatkontrakter for. Videre er det Oslo Børs og NOS som i samråd avgjør hvilke opsjonstyper som skal noteres i den enkelte opsjonsklasse. Oslo Børs fastsetter innløsningskurs for opsjonsseriene og bortfallsmåned for opsjons- og terminserier.

Børsnoterte derivater kan kun handles over Oslo Børs gjennom et børsmedlem, jf børsloven § 4-1 første ledd. Børsnoterte derivater skal registreres i VPS og gjøres opp gjennom oppgjørssentral.

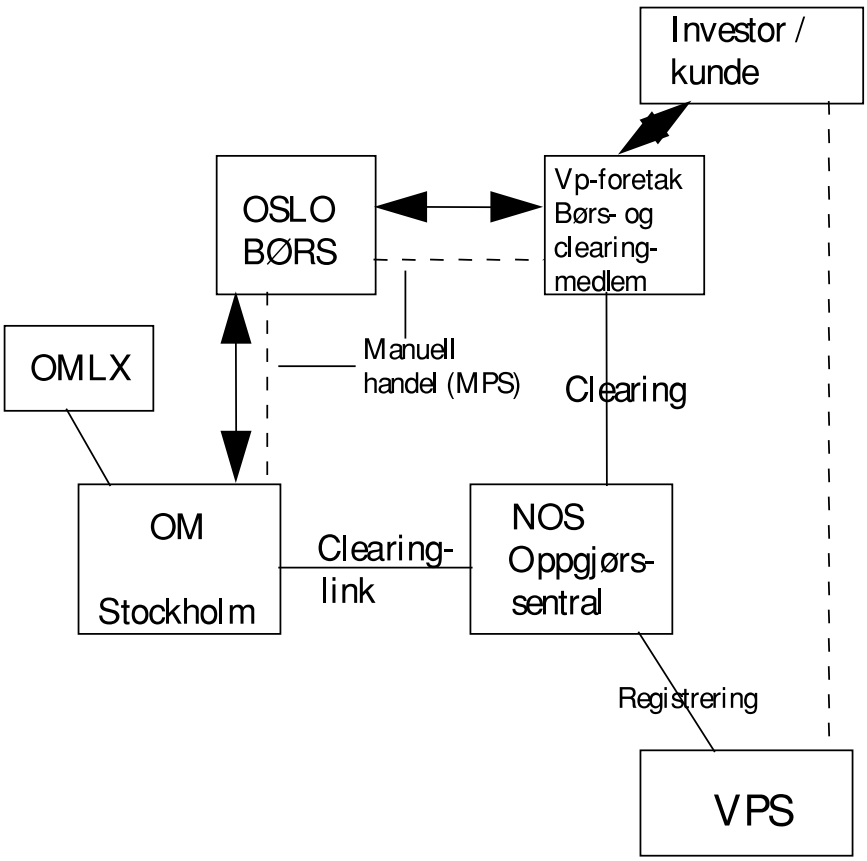
For at en enkeltinvestor skal kunne handle børsnoterte derivater må vedkommende altså inngå avtale med et børsmedlem som representerer vedkommende som dennes handelsrepresentant, samt avtale med et clearingmedlem som skal være vedkommendes clearingrepresentant overfor oppgjørssentralen. Begge funksjoner kan utføres av samme verdipapirforetak.

Videre må sluttkunden opprette depotkontoavtale med en depotbank som igjen har inngått særlig avtale med NOS, samt opprette en særskilt VPS-konto

for registrering av vedkommendes derivatkontrakter. Sluttkundens depotkonto brukes til sikkerhetsstillelse og endelig pengeoppgjør. VPS-kontoen er nødvendig for å registrere vedkommendes kontrakter. Registrering er pålagt ved forskrift 1. desember 1997 om registrering av opsjoner og terminer m v i Verdipapirsentralen.

Gjennom LEC-samarbeidet (se nærmere omtale i *"LEC Samarbeidet"* i kapittel 8.11) er det åpnet opp for at norske investorer kan handle i derivater notert på Oslo Børs, OM og OMLX gjennom norske verdipapirforetak som oppfyller de nødvendige vilkår for å være børsmedlem og clearingmedlem. Tilsvarende kan børs- og clearingmedlemmer ved OM og OMLX forestå handel i derivater notert på Oslo Børs. Hvert hjemmemarked fastsetter vilkår for notering og oppgjør for de enkelte derivatgrupper som primært er notert på vedkommende marked. Det er den oppgjørssentral der vedkommende kontraktspart er medlem som skal cleare kontrakten. Det er gitt nærmere regler i standardvilkårene om dette. Nedenfor omtales derivater notert på Oslo Børs.

Transaksjonsflyten med børsnoterte derivater er vist i figur 7.2. Figuren kommenteres i det følgende.



Figur 7.2 Handel i børsnoterte derivater inkludert LEC

7.3.3.2 Aksje- og aksjeindeksderivater

Når en investor ønsker å inngå en børsnotert kontrakt for *aksje- eller aksjeindeksderivater* vil vedkommende som nevnt kontakte en av sine handelsrepresentanter (verdipapirforetak).

Handelsrepresentanten kan slutte ordren utenfor børs som internhandel eller som interbankhandel. I det følgende forutsettes det at handelen går over børs.

Handelsrepresentanten legger inn ordren for kunden enten over terminaler som er tilknyttet Oslo Børs og OM eller gjennom Oslo Børs' telefonbaserte handelssystem til Oslo Børs' markedsplass-service som legger ordren inn i det telefonbaserte systemet, eventuelt at hele handelen gjøres gjennom det elektroniske handelssystemet.

I det elektroniske handelssystemet gis det samtidig informasjon til børsmedlemmer om lagrede ordre, herunder dybde- og volumopplysninger, samt opplysninger om slutninger. Videre formidles informasjon til børsmedlemmer om lagrede interesser, herunder dybde- og volumopplysninger. Over Oslo Børs' informasjonssystem gis det informasjon om slutninger til de berørte børsmedlemmer, og informasjon om underliggende instrumenter til alle børsmedlemmene. Dette er altså opplysninger som bare børsmedlemmene direkte har tilgang til.

Handlene kan sluttes og gjennomføres på ulike måter i de ulike systemene.

Opplysninger om alle registrerte slutninger vil, uansett hvilket system som benyttes, videresendes automatisk til VPS for registrering i daglig journal og til NOS slik at NOS kan tre inn som motpart til de berørte børs- og clearingmedlemmene, se nærmere om dette nedenfor i 7.4.2.1.

7.3.3.3 Rentederivater

Ønsker en investor å inngå en kontrakt om *rentederivater,* gjennomføres dette på samme måte som for aksje- og aksjeindeksderivater, men slik at handelsrepresentanten inngir ordren over Oslo Børs' elektroniske handelsstøttesystem for rentederivatkontrakter.

Handelsstøttesystemet fungerer som et innrapporteringssystem. Ordrene prioriteres automatisk i systemet, mens handlene sluttes over telefon.

Når en handel er sluttet skal selgende børsmedlem registrere handelen i handelsstøttesystemet, og kjøpende børsmedlem skal bekrefte denne.

Opplysninger om registrerte slutninger formidles gjennom Oslo Børs' informasjonssystem til berørte børsmedlemmer, VPS og NOS.

7.4 Oppgjør og levering av børsnoterte finansielle instrumenter

7.4.1 Børsnoterte aksjer og obligasjoner

7.4.1.1 Innledning

Redegjørelsen nedenfor gjelder børsnoterte verdipapirer. Børsnoterte verdipapirer er ved lov pålagt registreringsplikt i VPS, jf verdipapirsentralloven § 1-2.

Oppgjør for verdipapirhandler kan skje på ulike måter, avhengig av hvem som er parter i avtalen, jf ovenfor under 7.3.2.1.

Dersom handlene går utenom verdipapirforetak, vil partene avtale seg imellom hvordan oppgjøret skal skje. Levering av verdipapirene skjer ved at selgende investors kontofører instrueres om å foreta en overførsel fra selgers VPS-konto til kjøpers VPS-konto. Selgers kontofører melder en overførselstransaksjon (konto-til-konto transaksjon) til VPS. Dersom verdipapirene er registrert på selgers VPS-konto, gjennomføres overførselen samme dag som transaksjonen er innmeldt til VPS. Slike transaksjoner gjennomføres uten betaling i VPS-systemet. Vederlaget for verdipapirene betales til selger etter nærmere avtale mellom partene.

Har investor kontaktet et verdipapirforetak som slutter ordren for egen regning, som egenhandel, eller mot en annen kunde som verdipapirforetaket representerer, går oppgjøret på samme måte som ovenfor. Ved internhandel vil verdipapirforetaket som mellommann kunne koordinere partenes levering av ytelser slik at ingen av partene mottar oppgjør uten selv å ha levert.

For handler der ulike verdipapirforetak representerer de to sluttkundene i handelen, gjennomføres oppgjøret mellom verdipapirforetakene gjennom VerdiPapirOppgjørs-systemet (VPO).

VPO er et system for overføring av verdipapirer mot betaling. Dette systemet kjennetegnes av et DvP-prinsipp (delivery vs payment – levering mot betaling), som sikrer deltakerne samtidighet med hensyn til levering av de respektives ytelser. Dette oppnås ved at de motstående ytelser i verdipapirer og penger låses i systemet inntil både betaling og levering finner sted. Se også *"Oversikt"* i kapittel 7.3.1 ovenfor.

Deltakerne i VPO er verdipapirforetak og forvalterbanker som opptrer på investorenes vegne. Investorenes oppgjør har ikke DvP. Pengeoppgjøret på sluttkundenivå gjennomføres mellom vedkommende verdipapirforetak og kunden.

VPS foretar daglig avregning mellom deltakerne i VPO, basert på de verdipapirtransaksjoner som inngår i oppgjøret. Disse avregningene danner grunnlaget for oppgjør mellom partene, som består av et pengeoppgjør og et verdipapiroppgjør. Pengeoppgjøret gjennomføres etter en multilateral nettoavregning av posisjoner på deltakernes oppgjørskonti i Norges Bank. VPS oversender denne avregningen til Norges Bank natt til oppgjørsdag, og Norges Bank gjennomfører pengeoverføringen på oppgjørsdag. På kvelden på oppgjørsdag oppdateres VPS-kontiene.

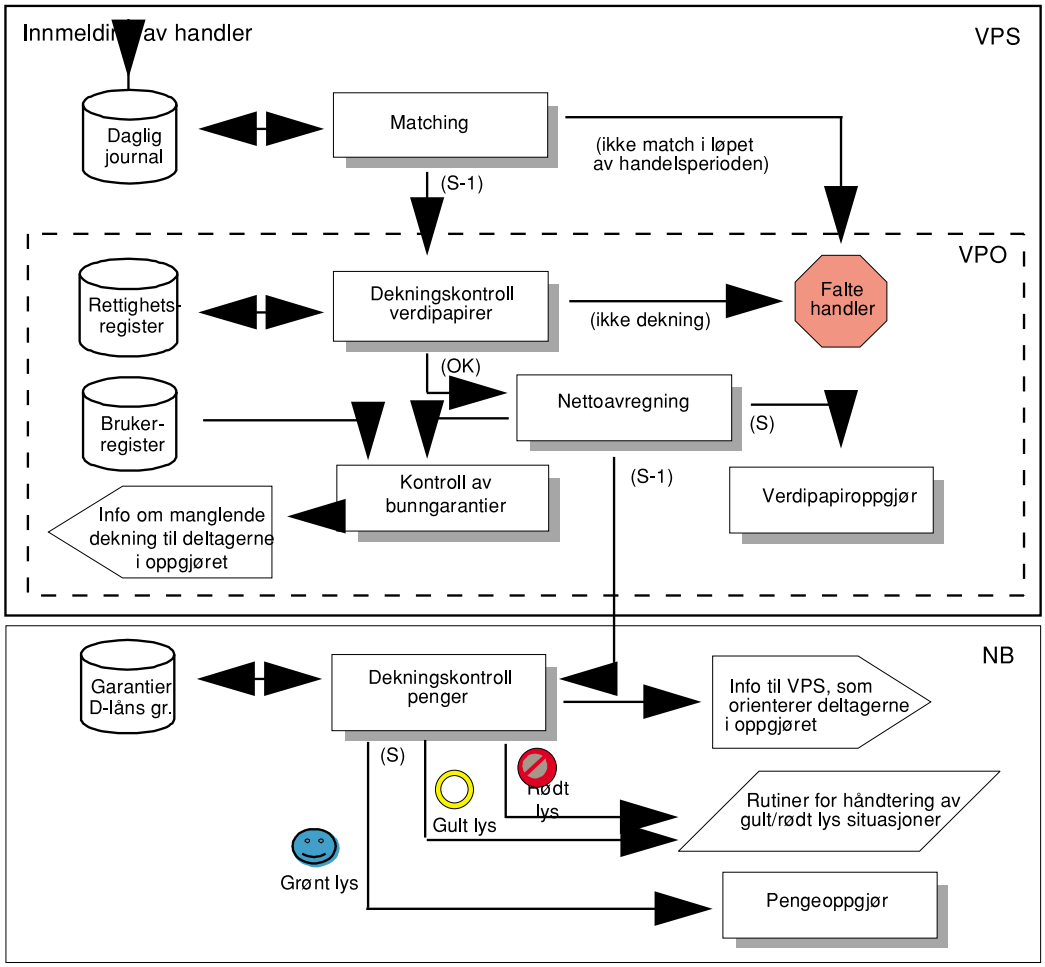
Oppgjørsperioden i VPO beregnes fra den dag handelen er innmeldt til VPS (T) til verdipapirene er overført til ny eier. Normal oppgjørsperiode er T+3 dager for aksjer og obligasjoner og T+2 dager for sertifikater. Annen oppgjørsperiode kan avtales.

VPO er illustrert i figur 7.3.

I 1996 utarbeidet Norges Bank og VPS en utredning med forslag om tiltak for å effektivisere VPO og redusere risikoen i systemet. Rapporten fokuserer blant annet på risikoen for såkalt gult og rødt lys i oppgjøret for verdipapirforetakene. Rapporten foreslår en modell der pengedekning kontrolleres i VPS før avregningen sendes til Norges Bank. Rapporten foreslår også å åpne opp for bruttooppgjør for noen handler (d v s enkeltvis oppgjør av handler), realtidspant (som innebærer rettsvern samme dag som registrering foretas i VPS-systemet) og fleksibel/valgfri oppgjørssyklus (med mulighet for oppgjør samme dag som handelsdag). Flere aktører har pekt på at dette krever endringer i verdipapirsentralloven.

Rapporten ble sendt ut på høring til de berørte parter. Høringsinstansene var i utgangspunktet generelt positive til forslagene, men flere så behov for

mer utredning. Arbeidet videreføres i samarbeid mellom VPS, Kredittilsynet, Norges Bank og markedsaktørene.



Figur 7.3 Skisse over VPO-systemet
Kilde: VPS

7.4.1.2 Registrering i VPS

Verdipapirforetaket melder inn utførte handler til VPS samme dag handelen er utført for verdipapirforetakets del, jf verdipapirhandelloven § 9-6. Transaksjonene registreres i *daglig journal*.

Handlene blir liggende i daglig journal i de to etterfølgende dager. I denne perioden utfører VPS kobling («matching») mellom verdipapirforetakene, foreløpig dekningskontroll mot selgende investors konto og kontroll av disposisjonstillatelse for selgende verdipapirforetak. Dersom selgende investors kontofører er en annen enn det verdipapirforetaket salget har gått gjennom, og vedkommende verdipapirforetak ikke har handelsfullmakt, må selgers kontofører legge inn en frigivelsesfullmakt til fordel for verdipapirforetaket. Er investor representert ved forvalterbank må denne bekrefte transaksjonen før oppgjørsdag.

To dager etter handelsdagen gjennomfører VPS en endelig dekningskontroll og beregner nettoposisjoner for pengeoppgjøret. I denne «dekningskontrollen» faller i dag opp til 10 prosent av handlene, hovedsakelig p g a at innmeldingene ikke skjer samtidig, uriktig innmelding, eller fordi det ikke er dekning av verdipapirer eller penger på konti. I de handlene der det er verdipapirdekning, låser VPS verdipapirene på selgernes konti inntil betalingsoppgjøret i Norges Bank er utført neste dag.

Samtidig regner VPS ut de pengeoverføringer som skal finne sted. Dette skjer etter en modell for nettoavregning: VPS foretar en multilateral avregning som viser hver deltakers nettoforpliktelse eller tilgodehavende mot alle de andre deltakerne i systemet samlet sett. Pengeoppgjøret utføres i Norges Bank.

Når pengeoppgjøret i Norges Bank er gjennomført (en såkalt *grønt lys* situasjon) sendes melding til VPS som frigir de aktuelle verdipapirer. På kvelden på oppgjørsdag bokføres transaksjonene på de aktuelle VPS-kontiene og endringsmelding sendes til investorene. Samtidig oppdateres eierregistrene i VPS.

7.4.1.3 Pengeoppgjøret i Norges Bank

Pengeoppgjøret i Norges Bank er avtaleregulert.

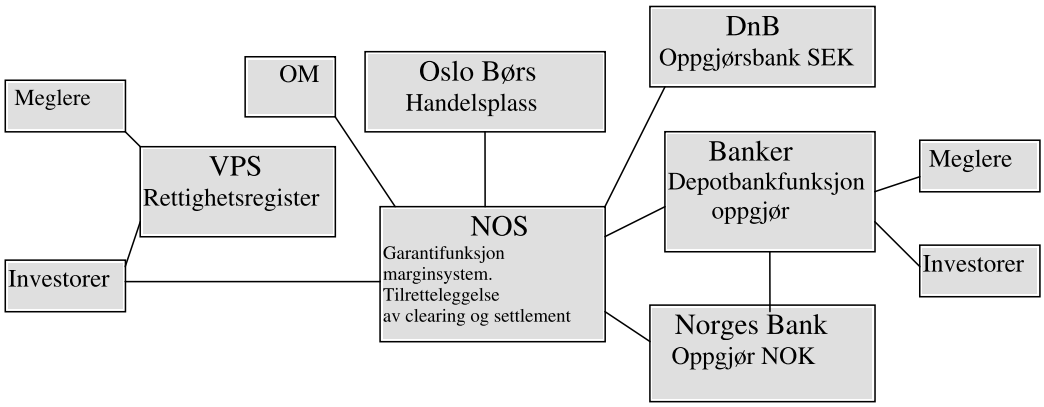
Norges Bank får melding fra VPS om deltakernes nettoposisjoner, og pengeoverføringene skjer i Norges Bank den påfølgende morgen. For deltakere i VPO-systemet som er banker skjer pengeoppgjøret ved at deres posisjoner blir utlignet via deres foliokonti i sentralbanken. For verdipapirforetak skjer pengeoppgjøret via garantibanker: Verdipapirforetakene må sørge for bankgaranti som gir Norges Bank trekkadgang på garantibankenes foliokonti i sentralbanken. Oppgjør av verdipapirforetakenes posisjoner skjer via disses konti.

Dersom det ikke er dekning for et verdipapirforetaks nettoposisjon på dagen for pengeavregningen i Norges Bank, må vedkommende foretak stille bekreftelse på utvidet bankgaranti (tilleggsgaranti). En slik tilleggsgaranti skal som hovedregel være stillet innen kl. 15.00 dagen før oppgjørsdag, Dersom det om morgenen på oppgjørsdag foreligger en udekket debetposisjon for en deltager, går oppgjøret i såkalt gult lys. Det innebærer at den videre oppgjørsprosess avventes i påvente av tilleggsgaranti for vedkommende deltagers udekkede debetposisjon. Dersom slik garanti ikke fremskaffes før kl. 10.30, vil oppgjøret gå i såkalt rødt lys, d v s at Norges Bank vil avvise hele oppgjøret. En «rødt lys» situasjon har imidlertid ikke forekommet siden ordningen ble innført i mai 1987.

Pengeoppgjøret mellom sluttkunden og det enkelte verdipapirforetak skjer separat, og uavhengig av pengeoppgjøret i Norges Bank.

7.4.2 Clearing og oppgjør av derivater

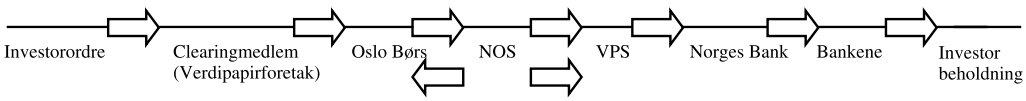
"" i Fig. 7.4 illustrerer hvordan clearing og oppgjør gjennomføres.



Figur 7.4 Clearing og oppgjør

7.4.2.1 Clearing i NOS

Som nevnt ovenfor skal alle børsnoterte derivatkontrakter cleares i NOS. Ved at NOS går inn som motpart for begge de opprinnelige partene i kontrakten garanterer NOS for at avtalen blir oppfylt overfor de respektive kontraktspartene. Når en sluttet kontrakt er registrert på børs- og clearingmedlemmenes mellomregningskonto i VPS, trer NOS inn i kontraktene.



Figur 7.5 Produksjon av en derivattransaksjon i verdipapirmarkedet

Derivatkontrakter som handles over Oslo Børs, blir automatisk og elektronisk innmeldt til VPS og samtidig oppdatert i NOS' systemer. Ikke-standardiserte derivater blir innmeldt manuelt til VPS av NOS dersom anmodning om clearing blir innvilget av NOS. All clearing må foretas gjennom clearingmedlemmer som har tegnet avtale med NOS. Clearingmedlemmet er sluttkundens representant overfor NOS.

NOS har rett og plikt til å kreve sikkerhetsstillelse fra de enkelte kontraktsparter og å forestå det endelige oppgjøret, jf nedenfor under 7.4.2.2. NOS' clearingmodell bygger på clearing på sluttkundenivå. Dette betyr at det er investoren som stiller sikkerhet direkte overfor clearingsentralen, ikke verdipapirforetaket. Alle derivater registreres på sluttkundenes egne konti i rettighetsregisteret i VPS. Sluttkundens VPS-konto og kontantkonto (depotkonto) pantsettes til fordel for NOS, samtidig som NOS gis ugjenkallelig disposisjonsrett over begge konti. NOS har i henhold til standardvilkår og avtaler mulighet til å tvangsrealisere pantet (verdipapirer eller penger) dersom kunden misligholder.

NOS beregner marginkrav for samtlige derivatkontrakter som er registrert på de enkelte VPS-konti. Marginkravet beregnes minst en gang hver børsdag. NOS benytter et såkalt risk-basert marginberegningssystem. Gjennom

dette systemet simulerer NOS hvor stort tap som kan oppstå for en sluttkundes portefølje dersom markedet beveger seg i en ugunstig retning. Sluttkunden skal stille sikkerhet overfor NOS for dette simulerte tapet, og sikkerheten skal dekke maksimalt forventede kurssvingninger til neste dag. Det beregnes et samlet marginkrav for sluttkundens totale portefølje av derivater og øvrige finansielle instrumenter. Den delen av sikkerhetskravet som ikke er dekket av pantsatte finansielle instrumenter, må dekkes ved kontantsikkerhet på sluttkundens depotkonto hos vedkommendes bankforbindelse (depotbank). For futurekontrakter kreves at hele eller deler av sikkerhetskravet skal stilles i form av kontanter.

Marginkravet meddeles sluttkundens clearingrepresentant hver dag kl. 08.30. Dersom marginkravet ikke er oppfylt, må ekstra sikkerhet være stillet innen kl. 11.00 samme dag. Sluttkundens clearingrepresentant er solidarisk ansvarlig med sluttkunden overfor NOS med hensyn til sikkerhetsstillelse og oppgjør. Dersom krevet sikkerhet ikke blir stillet av sluttkunden, skal clearingrepresentanten selv stille sikkerheter, eventuelt kan clearingrepresentanten stenge kundens posisjoner slik at kunden igjen oppfyller sikkerhetskravet.

7.4.2.2 Oppgjør

NOS organiserer og tilrettelegger pengeoppgjør for handel i opsjoner, terminer, verdipapirlån m m. En sentral del av oppgjørsvirksomheten består i å avregne (beregne) daglige pengeoppgjør som gjennomføres over bankers konti Norges Bank. Derivatoppgjørene i Norges Bank består i hovedsak av daglig opsjonsoppgjør og daglig markedsoppgjør for finansielle terminkontrakter (depotbankoppgjøret).

Gjennomføringen av NOS' opsjonsoppgjør har flere likhetstrekk med det såkalte VPO-oppgjøret, jf *"Innledning"* i kapittel 7.4.1.1 ovenfor. Pengeoppgjøret for opsjonspremier gjennomføres tre dager etter at kontrakten er innmeldt og registrert i VPS. Verdipapirforetak må stille bankgaranti for sin netto forpliktelser i pengeoppgjøret i Norges Bank.

Ved bortfall av indeksopsjoner skal det skje et finansielt oppgjør av differansen mellom innløsningskurs og indeksens sluttkurs. Dette gjennomføres i opsjonsoppgjøret i Norges Bank, d v s som for opsjonspremier. Clearingmedlemmet er selv ansvarlig for å organisere inn- og utbetalinger overfor sine kunder.

NOS forestår uttrekninger av utstedere i VPS basert på innløste opsjonskontrakter. Innløsninger initieres enten gjennom et automatisk system som NOS tilbyr, eller ved manuelle innløsninger fra sluttkundenes kontoførere i VPS. Dagen etter at uttrekninger er foretatt mottar clearingrepresentant melding fra NOS om forestående oppgjør i VPS. Levering av aksjer gjennomføres som for en vanlig aksjehandel, med oppgjør tre dager etter innmeldingen av handelen (og fire dager etter uttrekningen).

NOS avregner daglig pengeoppgjør for futurekontrakter, som gjennomføres i et eget interbankoppgjør i Norges Bank. Dette er en del av NOS' depotbanksystem som skal sikre levering mot betaling (DVP) for sluttkunde/investor. Det sikres ved at oppgjøret mellom depotbanker i Norges Bank følges opp med oppgjør overfor investorer i et påfølgende oppgjør i hver enkelt depotbank som gjennomføres umiddelbart etter interbankoppgjøret i Norges Bank. Ved markedsoppgjøret for futurekontrakter beregnes differansen mellom sluttkurs for kontrakten forrige børsdag og sluttkursen den aktuelle dag. Pengeoppgjøret gjennomføres dagen etter NOS' beregning av sluttkursdifferanse.

Sluttavregning ved bortfall av terminer med finansielt oppgjør gjennomføres på tilsvarende måte som markedsoppgjøret nevnt ovenfor, d v s gjennom interbankoppgjøret i Norges Bank og påfølgende oppgjør i respektive depotbanker. Dette oppgjøret gjennomføres tre virkedager etter bortfallsdagen. Dersom bortfall innebærer levering av underliggende verdipapirer, gjennomføres oppgjøret i VPS' og Norges Banks VerdiPapirOppgjørssystem (VPO).

NOS tilrettelegger også oppgjør i svenske kroner for norske aktører som handler i utenlandske derivatkontrakter i det såkalte LEC-samarbeidet, se nærmere *"Nærmere om oppgjørsvirksomheten for handel med derivatkontrakter over Oslo Børs"* i kapittel 11.1.2.2. Pengeoppgjøret i svenske kroner gjennomføres via en privat norsk bank. Utligning mellom norsk og svensk side gjennomføres ved en daglig netto overføring mellom NOS og OM sine bankforbindelser i Sveriges Riksbanks Oppgjørssystem (RIX). Innløsninger av svenske opsjonskontrakter gjennomføres via en norsk forvalterbank som er tilknyttet den svenske verdipapirsentralen (Värdepapperscentralen). Man har ikke tilsvarende ordning i forhold til andre land/valutaer.

7.5 Særlig om førstehåndsmarkedet

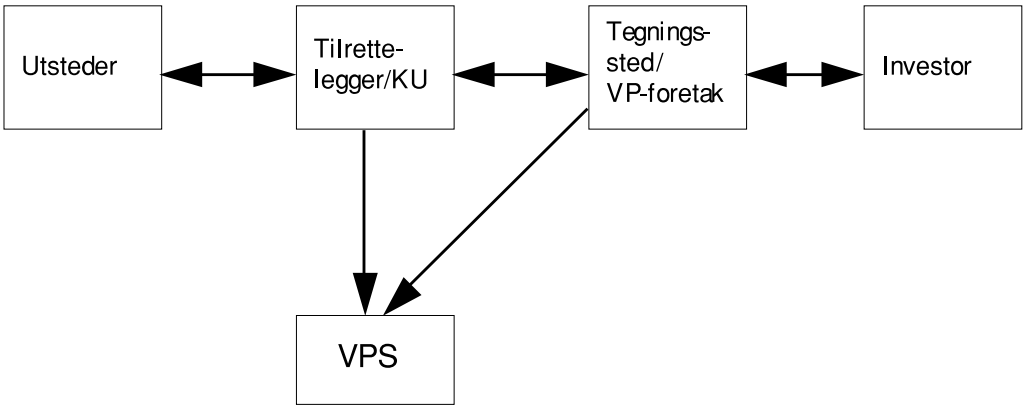
7.5.1 Innledning

Som nevnt innledningsvis i *"Innledning"* i kapittel 7.1 ovenfor, representerer *utstedelse av nye verdipapirer* et særskilt førstehåndsmarked for aksjer og obligasjoner m m. Man har her den initiale utstedelsen av verdipapirene fra det aktuelle selskap (utstederen) hvor innbetaling for verdipapirene skjer til utstederen og de nye verdipapirene registreres i VPS. Organiserte transaksjoner av denne art involverer i tillegg til *utsteder*, *verdipapirforetaket* og *investor*, eventuelt som *fulltegningsgarantist*, normalt et verdipapirforetak i egenskap av *tilrettelegger*, samt *kontoører utsteder* (som ofte vil være en bank eller det samme verdipapirforetak som er tilrettelegger). Videre involveres ofte andre verdipapirforetak som *tegningssteder* i tillegg til tilrettelegger.

For børsnoterte derivater er det ikke naturlig å tale om noe førstehåndsmarked, blant annet fordi utstedelse av standardiserte opsjoner og terminer m v ikke berører (direkte) innhenting av kapital fra børsnoterte foretak. Videre skjer det normalt heller ingen initial utstedelse av et visst antall instrumenter fra en enkelt utsteder. Se nærmere i *"Særlig om markedet for børsnoterte derivater"* i kapittel 7.6.

7.5.2 Førstehåndsmarkedet for obligasjoner

Førstehåndsmarkedet for obligasjoner er illustrert i figur 7.6.



Figur 7.6 Førstehåndsmarkedet for obligasjoner

Forberedelsene til en emisjon av obligasjoner initieres av *utsteder* som ønsker tilført lånekapital til foretaket. Utsteder vil kontakte en *tilrettelegger* som blir utsteders rådgiver i prosessen og står for den praktiske gjennomførelsen av denne. Forberedelsene innebærer analyse av markedet som grunnlag for beslutning av om utstedelsen skal finne sted og på hvilke betingelser. Videre utarbeides det lånedokumentasjon, oppnevnes *tillitsmann* (som skal representere långiverne) og eventuelt settes det sammen et *garantikonsortium*. Emisjonen kan skje ved offentlig tegningsinnbydelse, men i all hovedsak plasseres obligasjonsemisjonene direkte hos større institusjonelle investorer. Når lånet skal noteres på Oslo Børs, må det i tillegg innhentes godkjennelse fra børsen, jf børsloven § 4-2, jf børsforskriften *"Nærmere om børsens oppgaver og virksomhet"* i kapittel 9.

Kontofører utsteder for lånet sørger for å innhente et verdipapirnummer fra VPS og oppretter en utstederkonto for lånet.

Når det er klart at alle ovennevnte forutsetninger er eller vil komme på plass, vil tilrettelegger markedsføre lånet for potensielle investorer.

Hvis ikke hele emisjonen er «kjøpt» av tilretteleggerne, hvilket er det vanlige, kan investorer som vil *tegne seg i lånet* i henhold til de fastsatte betingelser kontakte oppgitt tegningssted og tegne seg mot tegningsstedet/verdipapirforetak innenfor den fastsatte frist. Innkomne tegninger oversendes tilrettelegger.

Tildelingen gjøres mot tegningssted/verdipapirforetak av utsteder eller den vedkommende gir myndighet, som oftest tilrettelegger. Tegningssted/verdipapirforetak blir opplyst om tildelingsresultatet samt beløp som skal innbetales og når dette skal skje.

Den enkelte verdipapirforetak foretar tildeling til sine kunder. Kundene opplyses om tildeling og betalingsbetingelser/-vilkår.

Som nevnt ovenfor skjer *innbetalingen* henholdsvis fra sluttkunde til verdipapirforetak og fra verdipapirforetak til tilrettelegger. Oppgjøret går normalt gjennom Bankenes Betalingssentral (BBS).

Kontofører utsteder registrerer samlet utestående beløp på utstederkonto i VPS, *og overfører tildelte verdipapirer* til de respektive verdipapirforetak som selv har kjøpt eller fått tildeling til sine kunder, når innbetaling foreligger. Verdipapirforetaket fordeler deretter respektive verdipapirer i henhold til sine tildelinger.

Det er Norges Bank som på vegne av staten tilrettelegger og gjennomfører emisjoner i statspapirer, d v s statsobligasjoner (lån med løpetid over 12 måneder) og statssertifikater (lån med løpetid kortere enn 12 måneder).

De siste årene har statens låneopptak av obligasjoner skjedd i form av store åpne lån med standardiserte kjennetegn (ingen avdrag, en rentetermin pr år og uten opsjonsklausul). Finansdepartementet fastlegger, etter forslag fra Norges Bank, en emisjonskalender hvor tidspunkter for utleggelse av obligasjoner for et halvt år fastsettes. Ved fastlegging av emisjonskalender og volum, søker sentralbanken å bygge opp toneangivende, ledende lån. Dette skjer ved at det legges ut åpne lån som kan utvides ved senere anledninger.

Siden 1991 har statsobligasjoner stort sett blitt emittert ved auksjon, og fra og med 1993 stort sett hver måned i henhold til den fastlagte emisjonskalender. Salgsformen som er valgt for emisjoner betegnes som hollandsk auksjon. Med det menes at alle budgivere som blir tildelt obligasjoner skal betale samme kurs, tilsvarende det laveste aksepterte bud. Dette skjer etter at Norges Bank har rangert budene etter synkende kurs og satt strek ved de bud som sammen med alle høyere bud utgjør det tilbudte beløp. Alle kan i prinsippet delta direkte i auksjonen.

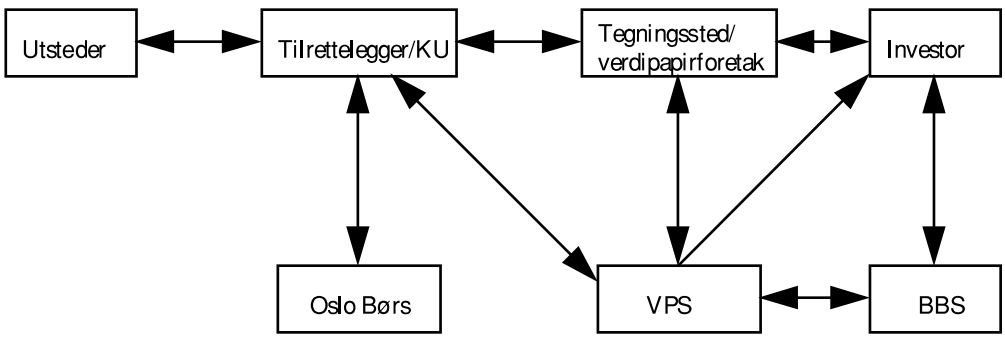
Norges Bank offentliggjør resultatet av budgivningen samme dag som budgivningsfristen utløper, og det blir sendt melding om tildeling til de berørte parter. På oppgjørsdag må betaling for obligasjoner finne sted, og obligasjonene blir samme kveld registrert i Verdipapirsentralen.

Emisjoner i statssertifikater skjer hovedsakelig etter samme prinsipper som for obligasjoner. Statssertifikater blir også solgt ved auksjon hver måned, men det benyttes et såkalt amerikansk auksjonsprinsipp. Det innebærer at budgiverne betaler den pris som faktisk ble budt. Alle verdipapirforetak med sete på Oslo Børs kan delta direkte i auksjonen av statssertifikater.

7.5.3 Førstehåndsmarkedet for aksjer

Omtalen nedenfor er i hovedsak også dekkende for utstedelse av tegningsretter og grunnfondsbevis.

Førstehåndsmarkedet for aksjer er illustrert i figur 7.7.



Figur 7.7 Førstehåndsmarkedet for aksjer

Ved de fleste emisjoner som gjennomføres av børsnoterte selskaper, benyttes VPS' emisjonssystem. Dersom det er en emisjon uten fortrinnsrett for gamle aksjonærer, kan emisjonen gjennomføres utenfor VPS. Det gjøres ved

at aksjonærenes nye beholdning registreres i VPS av selskapets kontofører utsteder, samtidig som utsteders konto oppskrives med ny aksjekapital og utstedte aksjer.

Som for obligasjoner må en potensiell utsteder analysere markedet for å vurdere om markedet er mottakelig for en emisjon, og til hvilke betingelser emisjonen kan gjennomføres. Videre må det for offentlige emisjoner utarbeides prospekt, samt innhentes Oslo Børs' godkjennelse.

Investorer som vil *tegne seg* for aksjer i henhold til de fastsatte betingelser sender tegningsblankett til oppgitt tegningssted/verdipapirforetak innen den fastsatte frist. Verdipapirforetakene innmelder tegningene fortløpende i VPS' emisjonssystem. Tilrettelegger, utsteders kontofører og det enkelte tegningssted vil i tegningsperioden ha oversikt over tegningsresultatene.

I emisjoner hvor det ikke benyttes tegningsretter setter tilrettelegger opp et *tildeling*sforslag, som må registreres i VPS-systemet før endelig tildeling skjer. Dette forslaget settes opp på grunnlag av opplysninger fra VPS over antall tegnere og fordeling av tegnede aksjer. Foreløpig tildeling av aksjer skjer med grunnlag i tildelingsforslaget. Resultatet oversendes til tilrettelegger, som sammen med utsteder gjennomfører den endelige tildelingen.

Ved emisjoner med tegningsretter skjer tildelingen på grunnlag av tegningsforholdet og tegnerens beholdning av tegningsretter. Foreløpig tildeling forelegges tilrettelegger, som sammen med utsteder fastsetter den endelige tildelingen.

Melding om tildeling produseres av VPS og sendes til den enkelte aksjonær.

Innbetaling kan gjennomføres ved tegningen eller tildeling. Ved innbetaling etter tildeling, sendes innbetalingsgiro ut sammen med bekreftelsen på tildelingen (eller det trekkes på oppgitte konti). Dersom investor har gitt utsteder/tilrettelegger engangsfullmakt til å trekke på bankkonto, vil avregning gå via VPS. Betalingen gjennomføres fysisk i BBS ved overføring fra investors bankkonti til utsteders bankkonto. VPS mottar melding når den enkelte investor har innbetalt aksjene, og avmerker dette på investors VPS-konto.

Etter at den nye aksjekapitalen er innbetalt og registrert i Foretaksregisteret, blir aksjene tilgjengelige for investor på vedkommendes VPS-konto, og kan opptas til notering på børsen.

7.6 Særlig om markedet for børsnoterte derivater

Markedet for børsnoterte standardiserte opsjoner og terminer er et rent «primærmarked». Det er Oslo Børs som i samråd med NOS avgjør hvilke derivatkontrakter som skal noteres, og det skjer ikke etter søknad fra selskapet som utsteder av de underliggende verdipapirer. Enhver derivatkontrakt utstedes/kjøpes av en part mot en identifisert motpart. Partene kan ikke hver for seg fritt *omsette* sine forpliktelser eller rettigheter som følger av kontrakten.

Slike derivatkontrakter kan ikke omsettes på annen måte enn ved stengning eller balansehandel. Dersom en part vil løses fra sin del av avtalen må vedkommende selv utstede en ny derivatkontrakt som går motsatt vei av det de forpliktelser den første avtalen medførte, og således «nulle ut» posisjonen.

For opsjons- og futurekontrakter kan man således motregne de to avtaleforpliktelsene og man har da foretatt en såkalt stengningshandel. Fordi NOS går inn som motpart i alle kontrakter med denne type børsnoterte derivater, er motparten for åpningshandelen og stengningshandelen den samme.

Motregningen kan foretas umiddelbart ved at de to posisjonene utligner hverandre. Kontraktene slettes fra VPS-kontoen påfølgende børsdag.

Det kan ikke utføres stengningshandel for forwardkontrakter. Forwardkontrakter blir avregnet ved forfall. Man kan imidlertid foreta en såkalt balansehandel ved å låse inn et tap eller en gevinst frem til forfall. På forfallsdagen vil man således få avregnet dette tapet/gevinsten.

Situasjonen er annerledes ved utstedelse av standardiserte kjøpsretter (dels kalt «covered warrants»), hvor en institusjon – som ofte er eier av de underliggende verdipapirer – utsteder og selger i markedet en gitt initial mengde standardiserte kjøpsretter (opsjoner) til for eksempel en aksje. En slik serie av kjøpsretter kan børsnoteres (etter søknad) og omsettes i annenhåndsmarkedet på samme måte som ordinære tegningsretter.

Kapittel 8

Nåværende organisering av børsen og børsens relasjoner

8.1 Børsens rammelovgivning og regulering

Organisering og etablering av børs i Norge er regulert i lov av 17. juni 1988 nr 57 om verdipapirbørs (børsloven). Børsloven regulerer sammen med børsforskriften børsens virksomhet, og forholdet til foretak med børsnoterte verdipapirer og børsmedlemmer. Børsforskriften av 17. januar 1994 er fastsatt av Finansdepartementet med hjemmel i børsloven § 1-6 samt enkelte andre bestemmelser i børsloven, og gir i grove trekk de mer detaljerte regler for opptak til notering, kursnoteringene m v. I tillegg er det enkelte spredte bestemmelser i verdipapirhandelloven og verdipapirsentralloven av betydning for børsens virksomhet.

Opprettelse av børs krever tillatelse fra Kongen, jf børsloven § 1-2. Oslo Børs er eneste institusjon i Norge som har slik konsesjon. Hva som menes med «børs», er nærmere bestemt i børsloven § 1-1, der det heter:

> «Med børs forstås i denne lov en selveiende institusjon som skal forestå regelmessig og offentlig kursnotering i forbindelse med omsetning av finansielle instrumenter».

I tillegg fremgår det at bare de institusjoner som har slik konsesjon 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.

Det har vært diskutert om konsesjonskravet etter disse bestemmelsene bare gjelder for slik virksomhet når den drives av selveiende institusjon eller av foretak som betegner sin virksomhet som børs, eller om konsesjonsplikten knytter seg til selve det å drive slik virksomhet uavhengig av organisasjonsform og betegnelse av virksomheten. Av forarbeidene fremgår at departementet ikke foreslo noen enerett for børser til å drive slik virksomhet, men at konsesjonsplikten skulle knytte seg til bruk av betegnelsen børs, jf Ot prp nr 83 (1986-87) side 35 og 89, jf også børsloven § 6-1 første ledd nr 1. Uttalelser i Innst O nr 90 (1987-88) side 13-14 og 23-24 tydet på at Finanskomitéen ønsket å knytte konsesjonskravet til utøvelse av den beskrevne virksomheten. Den vedtatte lovtekst var imidlertid på dette punkt i tråd med departementets forslag. Finansdepartementet har i brev av 28. april 1998 lagt til grunn at konsesjonsplikten skal knyttes til foretakets bruk av begrepet «børs».

Forsåvidt gjelder forbudet mot å bruke betegnelsen «børs» uten konsesjon etter børsloven, er det i praksis ikke reagert mot bruk av børs i navn på virksomheter som ikke har vært egnet til forveksling med børsvirksomhet som omhandlet i børsloven.

Børsdefinisjonen er knyttet til det å «forestå regelmessig og offentlig kursnotering i forbindelse med omsetning av finansielle instrumenter», jf §§ 1-1 og 1-2. En viss veiledning for hva som ligger i begrepet «kursnotering», finnes i børslovens kapittel 4 som regulerer kursnoteringene m m. Dette består for det første i at finansielle instrumenter ikke kan tas opp til notering uten børsens godkjennelse. Opptak kan bare besluttes dersom nærmere angitte vilkår er

oppfylt. Bare medlemmer av børsen kan delta i kursnoteringene. Selve noteringen av kurser er en formidling av pristilbud for kjøp og salg av et bestemt antall instrumenter, samt opplysninger om pris og antall for hver enkelt omsetning som er gjort. Det vises til nærmere beskrivelse av kursnoteringene i *"Nærmere om børsens oppgaver og virksomhet"* i kapittel 9.

Børsdefinisjonen refererer seg til kursnotering «i forbindelse med omsetning». I Innst O nr 90 (1987-88) side 13 sier Finanskomitéen om dette:

> «Komiteen vil imidlertid understreke at det er kursnotering i forbindelse med omsetning som bør reguleres av loven. Med børsvirksomhet mener således komiteen i samsvar med internasjonal forståelse den virksomhet reglemessig å sammenføre kjøps- og salgstilbud i verdipapirer til offentlig kursnotering og handel, å overvåke de handelssystemer som er nødvendige til dette og å offenltiggjøre de kurser og omsetninger som fremkommer. »

Av betydning for hva som anses som børsvirksomhet er også lov av 19. juni 1997 nr 79 (verdipapirhandelloven) § 1-3 som definerer et «regulert marked» som et marked som:

1. fungerer regelmessig,
2. 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,
3. reguleres av krav til rapportering og åpenhet.»

Verdipapirhandellovutvalget fastslår at i det norske marked i dag bare er børs med konsesjon etter børsloven som kan anses som regulert marked etter definisjonen, jf NOU 1996:2 side 45. Mange av verdipapirhandellovens bestemmelser er derfor knyttet til instrumenter som er børsnotert, dog slik at Finansdepartementet kan fastsette at disse bestemmelsene helt eller delvis skal gjelde tilsvarende for finansielle instrumenter som noteres eller omsettes i annet regulert marked, jf verdipapirhandelloven § 1-7. Definisjonen av regulert marked er basert på investeringstjenestedirektivets definisjon i artikkel 1 nr 13. Direktivets artikkel 20 og artikkel 21 angir nærmere krav til offentliggjøring og rapportering av kursinformasjon. Direktivet er nærmere omtalt i *"Investeringstjenestedirektivet – ISD"* i kapittel 12.2.2.

Spørsmålet om børsers eller andre markedsplassers virksomhet krever konsesjon som verdipapirforetak etter verdipapirhandelloven, er drøftet nærmere i *"Konsesjonsområde – børsvirksomhetens kjernefunksjoner"* i kapittel 16.2.2 og *"Grensedragning mellom tradisjonell børsvirksomhet, investeringstjenester og ikke konsesjonspliktig formidling av ordre m v"* i 16.3.3 nedenfor.

Konsesjonsplikten etter børsloven gjelder i utgangspunktet børser 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 bestemmelsen 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 til-

syn 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 *"Investeringstjenestedirektivet – ISD"* i 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 momenter særlig vil være virksomhetens geografiske og rettslige tilholdssted, de noterte instrumentenes nasjonale tilknytning og direkte handelsberettigedes (børsmedlemmenes) nasjonalitet og geografisk plassering.

Børslovens definisjon innebærer at det ikke er anledning til å velge andre former for organisering av norsk verdipapirbørs enn selveiende institusjon. Det er således ikke adgang til å etablere børs som er aksjeselskap eller omdanne eksisterende børs til annen organisasjonsform.

Lovdefinisjonen avgrenser også lovens virkeområde mot markedsplasser for andre produkter enn finansielle instrumenter. Hva som ligger i betegnelsen finansielle instrumenter fremgår av verdipapirhandelloven § 1-2 andre og tredje ledd. Det vises til omtale under *"Produkter og produktutvikling"* i kapittel 9.3 nedenfor. En markedsplass for notering av kursen på varer eller derivater av varer, for eksempel kraftkontrakter og kraftderivater, kan således ikke få konsesjon etter børsloven.

Etter børsloven § 1-3 kan børs med konsesjon etter børsloven bare drive kursnotering som angitt i § 1-1, og «virksomhet som naturlig henger sammen med dette». Med dette fastsettes også begrensningene for hva slags virksomhet børsen kan drive. Hva som ligger i virksomhetsbegrensningen vil ikke nødvendigvis ligge fast. I forarbeidene heter det i Ot prp nr 83 (1986-87) side 91 at børsen ikke kan drive varebørs. I NOU 1985:33 side 99 heter det at informasjonsvirksomhet som angitt i § 1-5, og i noen utstrekning utleie av lokaler, anses å ha sammenheng med børsvirksomhet. Etter § 1-5 annet ledd skal børsen «gi informasjon om børsens virksomhet, verdipapirhandel i sin alminnelighet og vedrørende foretak hvis verdipapirer er børsnotert». Børsens salg av kursopplysninger i bearbeidet eller ubearbeidet form, som særlig drives gjennom datterselskapet A/S Oslo Børs Informasjon, har ikke vært ansett å være i strid med børsloven, selv om virksomheten drives på kommersiell basis. I forhold til spørsmål som kan være mer aktuelle i dag, for eksempel om børsen kan drive kommersiell virksomhet gjennom salg av egenutviklede EDB-programmer, konsulenttjenester innen informasjonsteknologi eller andre bransjer eller kursvirksomhet, er forarbeidene tause. Spørsmål om børs kan eie eller drive oppgjørssentral, er vurdert av Finanskomitéen i Innst O nr 75 (1988-89), der det er lagt til grunn at det bør være et skille mellom markedsplass og oppgjørsfunksjon (clearing). I NOU 1996:2 (ny verdipapirhandellov) kapittel 11.5.6.2 side 181-182 uttalte Verdipapirhandellovutvalget i tilknytning til dette:

> «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 etableringskonkurranse 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 oppgjøret.

Uavhengig av hvilke endringer som eventuelt måtte bli vedtatt både når det gjelder børsvirksomhet og oppgjørsvirksomhet, legger utvalget stor vekt på at det bør være reell konkurranse i det norske markedet mht. etablering av hensiktsmessige løsninger for så vidt gjelder handel i børsnoterte derivater. Dersom det anses hensiktsmessig at børs- og oppgjørsvirksomhet kan drives innen samme konsern eller integrert på annen måte, er det derfor utvalgets syn at de etablerte institusjoner i det norske verdipapirmarkedet, bør ha de samme praktiske muligheter for å etablere slike løsninger på det tidspunkt det eventuelt åpnes for det.»

Finansdepartementet tok ikke stilling til utvalgets og høringsuttalelsenes syn på integrert børs og clearingvirksomhet, men viste til planene om nedsettelse av dette børslovutvalget, jf Ot prp nr 29 (1996-97) side 118.

Børsen kan etter børsloven § 5-5 første ledd ikke eie aksjer uten samtykke fra Finansdepartementet. Formålet synes av forarbeidene, jf Ot prp nr 83 (1986-87) side 109, og sammenhengen i bestemmelsen ikke primært å relatere seg til virksomhetsbegrensningene i § 1-3, men til at børsen ikke skal operere i aksjemarkedet fordi dette vil kunne svekke tilliten og uavhengigheten. Kravet om at børs skal organiseres som selveiende stiftelse, må forstås som at selve børsvirksomheten som beskrevet i § 1-1, ikke kan drives gjennom aksjeselskap. Departementet vil derfor kunne samtykke i at virksomhet som naturlig henger sammen med slik virksomhet kan organiseres gjennom aksjeselskap. Finansdepartementet har gitt samtykke til at børsen kan eie datterselskapet A/S Oslo Børs Informasjon og én aksje i Stockholms Fondbörs (nå i OM Gruppen AB).

Utover kravene til organisering og organisasjonsform, inneholder børsloven ikke bestemte krav hverken til egenkapital eller annet som må være

oppfylt for at det kan gis konsesjon til etablering av børs. I forarbeidene er det forutsatt at man vil ta stilling til dette ved eventuelle søknader, jf Ot prp nr 83 (1986-87) side 41, og det er understreket at hensynet til børsens virksomhet taler for at en stiller høye krav. Også det tidligere børslovutvalget forutsatte at det skulle stilles høye krav, og fremhevet følgende forutsetninger for at en verdipapirbørs kan gi et sikkert og pålitelig grunnlag for kursnotering, jf NOU 1985:33 side 37:

- at et tilstrekkelig antall store selskaper er opptatt til kursnotering,
- at meglerforretningens antall er tilstrekkelig stort til at publikum gis muligheter til å danne seg et nyansert bilde av markedet og slik at kursnoteringene ikke bli dominert av et fåtall meglere,
- at børsen har et styringssystem, et organisasjons- og administrasjonsapparat og økonomiske ressurser som gjør det mulig å forestå effektiv kontroll med meglerapparatet, med de verdipapirutstedende foretak og med verdipapirhandelen i det hele,
- at børsen har et vel utbygget apparat til å spre adekvat informasjon om selskaper, kurser og omsetning.»

Utredningen må leses med utgangspunkt i at det da eksisterte flere børser i Norge, hvor børslovutvalgets flertall foreslo at Oslo Børs skulle ha monopol på å drive børsvirksomhet, noe Finansdepartementet gikk bort fra. I forarbeidene er det imidlertid antatt at bare Oslo Børs ville tilfredsstille kravene etter den nye loven.

Eksisterende børser ble etter overgangsreglene gitt en frist til å avvikle sin virksomhet på inntil tre år. Søknad etter loven av 1988 måtte være fremmet innen ett år. Finansdepartementet fikk hjemmel til å gjøre unntak fra lovens kapittel 2 om børsens ledelse for mindre børser som noterer regionale verdipapirer.

I forbindelse med avviklingen av børsene i Trondheim og Bergen, ble det i disse byene opprettet avdelinger av Oslo Børs. De avviklede børsenes kapital ble overført til selvstendige stiftelser, kalt børsfond, med formål å yte støtte til drift av avdelingskontoret og andre tiltak til fremme av børsvirksomhet og det lokale næringsliv.

8.2 Børsens oppgaver og rolle i verdipapirmarkedet – oversikt

Kjernen i børsens virksomhet er å legge til rette for et velfungerende og effektivt annenhåndsmarked for verdipapirer for å skaffe til veie risikovillig kapital og lånekapital til næringslivet og andre institusjoner. Dette består særlig av organisering og drift av markedsplassen, herunder ansvar for å etablere og vedlikeholde den infrastruktur for kursnoteringene for eksempel gjennom auksjonssystem eller elektroniske handelssystemer. En viktig del av børsens virksomhet er å sørge for at visse minimumsvilkår er oppfylt for de verdipapirer som noteres på børsen, og for dem som skal delta direkte i handelen i børsens handelssystem. Børsen er tillagt myndighet til å treffe vedtak knyttet til gjennomføringen av kursnoteringene, samt vedrørende opptak av finansielle instrumenter til notering og godkjennelse av nye børsmedlemmer.

Børsen fører tilsyn med markedsaktørenes opptreden på markedsplassen. Dette gjelder særlig børsmedlemmenes deltagelse i handelen, og at utstedere av børsnoterte verdipapirer opptrer i henhold til fastsatt regelverk. Børsens tilsyns- og kontrolloppgaver følger dels av særskilt angivelse i lover og for-

skrifter, og dels av børsens egeninteresse i å bidra til å sørge for at markedsplassen har den nødvendige tillit. Børsen er også tillagt kontrolloppgaver og vedtakskompetanse blant annet knyttet til prospekter ved offentlige tilbud om tegning eller kjøp av aksjer, oppkjøp av børsnoterte aksjer og tilbudsplikt ved større aksjeerverv. Børsen har også en generell plikt til å medvirke i myndighetenes tilsyn med verdipapirhandelen, jf børsloven § 1-5 første ledd og verdipapirhandelloven § 12-1. Se nærmere omtale i *"Andre kontroll- og tilsynsoppgaver"* i kapittel 9.12.

Børsen er gitt kompetanse til å gi nærmere angitte generelle regler med hjemmel i børsloven, verdipapirhandelloven og børsforskriften. Se nærmere omtale i *"Regelkompetanse"* i kapittel 9.2.

Etter børsloven § 1-5 skal børsen gi informasjon vedrørende børsens virksomhet, verdipapirhandel i sin alminnelighet og vedrørende foretak hvis verdipapirer er notert. I tillegg til denne informasjonsvirksomheten gir børsen som ledd i kontroll- og tilsynsarbeidet veiledning til foretak med børsnoterte verdipapirer, verdipapirforetak og andre interesserte. Børsens tilsynsvirksomhet er i stor grad innrettet mot å forebygge regelbrudd, og derved styrke tilliten til markedsplassen, ved veiledning til brukerne både gjennom kontakten med børsmedlemmene i den daglige gjennomføringen av kursnoteringen og gjennom kontakt med foretakene med børsnoterte verdipapirer. Børsen driver også noe opplæringsvirksomhet; på egen hånd og sammen med andre institusjoner.

8.3 Børsens organisasjon og administrasjon/styrende organer

8.3.1 Oversikt

Regler om børsens ledelse er gitt i børsloven kapittel 2. Børsens ledelse skal bestå av et børsråd, et børsstyre samt børsdirektør med stedfortreder. Børsstyret er ansvarlig for forvaltningen av børsens anliggender, organisering og drift. Styret velges av børsens øverste organ, børsrådet, som også fører tilsyn med børsstyrets og børsdirektørens forvaltning av børsen. Børsstyret ansetter børsdirektøren som har den daglige ledelse av børsen. I tillegg er det et særskilt klageorgan for børsens avgjørelser, børsklagenemnden, jf børsloven § 6-4 og børsforskriften *"Økonomiske og administrative konsekvenser"* i kapittel 26.

8.3.2 Børsrådet

Børsrådet skal bestå av 20 til 25 medlemmer med personlige varamedlemmer som oppnevnes av Kongen, for en periode på fire år. Kongen utpeker også leder og nestleder blant medlemmene. Børsrådet skal i henhold til loven være allsidig sammensatt og ha representanter for ulike offentlige institusjoner og private organisasjoner som har særlig interesse av børsens virksomhet. Gjennom forarbeidene er det gitt generelle retningslinjer for sammensetningen. I Ot prp nr 83 (1986-87) side 53 refereres Børslovutvalgets angivelse av hvilke organisasjoner og institusjoner som bør være representert i børsrådet: Aksjespareforeningen, Den norske Bankforening, Kredittforetakenes Forening, Folketrygdfondet, Forbrukerrådet, Norges Bank, Norges Fondsmeglerforbund, Norges Handelsstands Forbund, Norges Industriforbund, Norges Forsikringsforbund, Norges Rederiforbund, Norske Finansanalytikernes Forening, Sparebankforeningen i Norge, samt én representant for det ansvarlige

fagdepartement, én representant for aksjesparefondene og én representant for arbeidstakerorganisasjonene. Det heter videre:

> «Departementet har blant annet på bakgrunn av flere høringsuttalelser som nevnt kommet til at børsrådet bør ha noe flere medlemmer enn etter utvalgets forslag. Slik situasjonen nå ligger an, kunne en f.eks. overveie om Norges Fondsmeglerforbund og Norges Industriforbund bør ha mer enn én representant i børsrådet hver. Det kan også tenkes at andre brukerinteresser burde komme sterkere inn. Det offentlige bør etter departementets mening være noe bedre representert enn hva utvalget i sitt forslag legger opp til. Også andre grupper eller interesser enn de utvalget har nevnt kunne ha behov for representasjon. Departementet foreslår ut fra disse forhold at børsrådet utvides noe, slik at det etter loven skal ha fra 20 til 25 medlemmer. Dette bør gjøre det mulig å ta rimelig hensyn til de ulike interesser som bør være representert i børsrådet. Departementet vil imidlertid ikke i forbindelse med lovutkastet ta stilling til noen bestemt representasjonsordning. Med det bør bl.a. legges vekt på utvalgets forslag og på høringsinstansenes synspunkter om børsrådets sammensetning, når de nærmere regler om børsrådets oppnevning senere skal fastsettes. En viser forsåvidt til ordningen for oppnevnelse av representantskapet i Verdipapirsentralen. Når Kongen gir nærmere regler om oppnevnelser av børsrådet vil det være rimelig om reglene blir undergitt en alminnelig høringsbehandling.»

Finanskomitéen sluttet seg i Innst O nr 90 (1987-87) side 17 til departementets forslag. I tråd med dette fastslår loven at Kongen gir nærmere regler om oppnevnelse. Slike regler er imidlertid ikke gitt. Sammensetningen har vært gjort i henhold til retningslinjene i forarbeidene. I forbindelse med nedleggelse av børsene i Trondheim og Bergen, ble det innført distriktsrepresentasjon med fire medlemmer. Etter anmodning fra Oslo Børs ble ordningen avviklet fra 1994. Børsen ba samtidig om andre endringer av børsrådets sammensetning, blant annet en økning av representasjon fra Norges Fondsmeglerforbund og Næringslivets Hovedorganisasjon og en reduksjon av offentlig representasjon. Etter offentlig høring ble børsens anmodning delvis etterkommet ved oppnevningen fra 1994. I praksis foreslår de ulike institusjonene medlemmer og varamedlemmer.

Følgende organisasjoner og institusjoner er representert i børsrådet i inneværende periode, med antall representanter i parentes:

- Aksjesparerforeningen i Norge, (1)
- Den norske Bankforening, (1)
- Folketrygdfondet, (1)
- Kommunenes Sentralforbund, (1)
- Kredittilsynet, (1)
- Landsorganisasjonen i Norge, (1)
- Norges Bank, (1)
- Norges Fondsmeglerforbund, (2)
- Norges Forsikringsforbund, (1)
- Norges Rederiforbund, (1)
- Norske Finansanalytikeres forening, (1)
- Næringslivets Hovedorganisasjon, (2)
- Norsk RegnskapsStiftelse, (1)
- Sparebankforeningen i Norge, (1)
- Verdipapirfondenes forening, (1)

- Verdipapirsentralen, (1)
- Arbeids- og administrasjonsdepartementet, (1)
- Finansdepartementet, (1)
- Justisdepartementet, (1)
- Nærings- og handelsdepartementet, (1)
- Norsk Oppgjørssentral ASA, (1)

Børsdirektøren og børsstyrets leder har plikt til å være tilstede på møtene med mindre det foreligger gyldig forfall. Børsstyrets øvrige medlemmer har møterett hvis ikke børsrådet for det enkelte tilfellet bestemmer noe annet. Ved behandlingen av administrative saker suppleres børsrådet med to medlemmer valgt av og blant de ansatte ved børsen.

Børsrådets myndighet er uttrykkelig angitt i børsloven. Rådet skal føre tilsyn med børsstyrets og børsdirektørens forvaltning av børsen. Det er forutsatt at rådet først og fremst skal trekke opp de prinsipielle retningslinjer og mål for børsen samt føre kontroll med børsens virksomhet, jf Innst O nr 90 (1987-88) side 18. Børslovutvalgets forslag om at børsrådet skulle være børsens «øverste organ» ble ikke fulgt opp. Departementet påpekte at proposisjonen tok sikte på at børsrådets kompetanse skulle angis «i sin helhet» i loven, jf Ot prp nr 83 (1986-87) side 53. Børsrådet fastsetter børsens årsregnskap, og velger medlemmene til børsstyret og revisor, og fastsetter deres godtgjørelse. Børsrådet har en egen valgkomité som fremmer forslag til kandidater ved styrevalg.

Børsrådet skal etter loven også fastsette børsens budsjett etter forslag fra styret. Dessuten fastsetter børsrådet satsene for de avgifter børsen kan ta av brukerne etter nærmere regler i børsforskriften *"Tilsyn med børser og autoriserte markedsplasser"* i kapittel 24. Børsstyret vil således være bundet av børsrådets ramme på utgiftssiden samtidig som inntektssiden i hovedsak vil være bundet gjennom de vedtatte avgiftene. Dersom børsstyret ønsker å foreta investeringer i løpet av året som det ikke er dekning for i budsjettet, vil dette måtte forelegges børsrådet. Dette har særlig vært aktuelt i forbindelse med børsens arbeid med å anskaffelse av nytt handelssystem hvor børsen har måttet avvente behandling i børsrådet – som ordinært har minst tre ukers innkallingsfrist – før den kunne være sikker på å ha midler til prosjektet. For eksempel ble dette gjort i 1997 både i forbindelse med behov for midler til vurdering av kjøp og kontraktsforhandlinger om kjøp av nytt handelssystem, og til selve anskaffelsen. Det samme gjelder dersom de vedtatte avgiftene ikke skulle være tilstrekkelige slik at det blir behov for forhøyelser, eller det på grunn av endringer i løpet året viser seg å være fastsatt høyere avgifter enn nødvendig og ønskelig.

Børsrådet kan fremme forslag til børsforskrifter, og har rett til å uttale seg om endringer i forskriftene, jf § 1-6. Børsrådet har også myndighet i forhold til regler om børsansattes restriksjoner på eie av verdipapirer i børsloven § 5-5. Etter denne bestemmelsen er det forbudt å eie aksjer og konvertible obligasjoner for børsdirektøren, børsdirektørens stedfortreder og andre ansatte ved børsen etter børsrådets bestemmelser. Departementet kan fastsette unntaksregler, og børsrådet avgjør i tvilstilfeller. For øvrig skal børsrådet behandle de saker som børsstyret eller børsdirektøren legger frem for børsrådet, jf § 2-2 første ledd bokstav d). Børsrådet kan selv eller ved utvalg iverksette undersøkelser, jf § 2-2 annet ledd.

Børsrådets leder skal innkalle til møte så ofte som nødvendig og dessuten når børsstyret, eller minst 1/6 av medlemmene av børsrådet eller Finansde-

partementet krever det, jf § 2-3. Innkallelse skal skje med minst tre ukers varsel med mindre særlige grunner gjør det nødvendig med kortere innkallingsfrist. Dette innebærer som hovedregel at sakene må være ferdig forberedt fra administrasjonen og børsstyret minst tre uker i forveien for at saksdokumentene kan følge innkallingen.

Ordinært møtes børsrådet ca tre ganger pr år, én gang i løpet av første halvår for å behandle årsregnskap, én gang i august for å behandle rammene for neste års budsjett, og én gang i desember for å vedta neste års budsjett og avgiftssatser. I en del år har særlige saker medført avholdelse av ekstraordinære møter.

Ethvert medlem av børsrådet kan på møte i børsrådet kreve opplysninger om børsens virksomhet. Videre er det regler om møteledelse, protokoll, vedtaksførhet, og krav til stemmeflertall, jf § 2-3 tredje ledd og § 2-4.

8.3.3 Børsstyret

Børsstyret skal bestå av fem til syv medlemmer som oppnevnes av børsrådet. Dersom det velges varamedlemmer skal summen av medlemmer og varamedlemmer utgjøre syv. Blant styrets medlemmer velger børsrådet leder og nestleder. Ved behandling av administrative saker skal børsstyret suppleres med ett medlem og et fast møtende varamedlem valgt av og blant de ansatte ved børsen.

For børsstyret er det ikke lovfestet krav til representasjon for organisasjoner eller interesser slik det er for børsrådet. Det er imidlertid uttrykkelig forutsatt i forarbeidene at det er naturlig at verdipapirfaglig kompetanse og de forskjellige interesser børsen skal ivareta er representert i styret, jf Ot prp nr 83 (1986-87) side 54 og Innst O nr 90 (1987-88) side 17. I praksis har styret hatt medlemmer med bakgrunn hos børsmedlemmer, utstedere av børsnoterte verdipapirer, investorer samt med uavhengig verdipapirfaglig kompetanse.

Børsstyrets oppgaver kan hensiktsmessig deles i to. For det første forestår børsstyret forvaltningen av institusjonens anliggender, jf børsloven § 2-7. Dette omfatter ansvar for en tilfredsstillende organisering og drift av virksomheten, og at regnskap og formuesforvaltning er gjenstand for betryggende kontroll. Dette omfatter blant annet ansettelse av børsdirektøren med stedfortreder og fastsettelse av deres godtgjørelse. Styret representerer også børsen utad. Denne delen av styrets oppgaver må langt på vei sies å tilsvare de oppgavene aksjeloven tillegger styret i aksjeselskap dog slik at børsstyret ikke vedtar sitt eget budsjett. Børsstyret kan heller ikke styre børsens inntekter ettersom fastsettelse av de viktigste brukeravgiftene er tillagt børsrådet.

Den andre delen av børsstyrets oppgaver omfatter vedtaks- og regelkompetanse særskilt angitt i lov og knyttet til det å være verdipapirbørs. Slike vedtak og regler er særlig rettet mot børsens umiddelbare brukere, d v s børsmedlemmene og foretak som utsteder verdipapirer. Blant annet har børsstyret kompetanse til å oppta nye medlemmer og nye finansielle instrumenter til børsnotering. Det samme gjelder opphør av børsmedlemskap og strykning av verdipapirer. Det vises for øvrig til nærmere beskrivelse i *"Nærmere om børsens oppgaver og virksomhet"* i kapittel 9 om børsstyrets regel- og vedtakskompetanse.

Børsloven inneholder videre enkelte regler om når det skal innkalles til møte, møteledelse, protokoll, vedtaksførhet og krav til stemmeflertall, jf § 2-6.

8.3.4 Børsdirektøren

Børsdirektøren og stedfortredende børsdirektør utnevnes av børsstyret for en periode av seks år.

Børsdirektøren har den daglige ledelse av børsen, jf § 2-8 annet ledd. Dette omfatter alle sider av børsens virksomhet, både det rent forretningsmessige og kontroll- og tilsynsvirksomheten. Børsdirektøren representerer børsen utad i saker som hører under den daglige ledelse. Børsdirektøren er ikke medlem av styret, men deltar i styrets møter og kan forlange at styrets leder innkaller til styremøte, jf § 2-6 første ledd.

Børsdirektøren eller den han bemyndiger, leder og kontrollerer kursnoteringene, jf § 4-6 første ledd, avgjør alle tvister som oppstår under noteringen og kan beslutte at kurser som ikke gir uttrykk for den aktuelle markedsverdi ikke skal godtas som «offentlige kurser», jf børsforskriften § 13-2.

Skillet mellom børsstyrets kompetanse og børsdirektørens kompetanse er generelt sett trukket i samsvar med tilsvarende skille mellom styre og daglig leder i aksjeselskapsloven. I tråd med dette omfatter den daglige ledelse ikke saker som er av uvanlig art eller stor betydning. Slike saker kan børsdirektøren bare avgjøre i det enkelte tilfellet dersom børsstyret har gitt ham myndighet til det, eller dersom børsstyrets beslutning ikke kan avventes uten vesentlig ulempe for børsens virksomhet. Børsstyret skal i så fall snarest mulig underrettes om saken.

Børsdirektøren skal forberede saker for børsstyret og informere styret om alle forhold som har betydning for styrets arbeid. Han har på den annen side ansvar for at vedtak som blir truffet av børsstyret og børsråd settes ut i livet. Børsdirektøren plikter også å rette seg etter børsstyrets retningslinjer og pålegg når det gjelder den daglige ledelse.

Spørsmål om børsstyret kan delegere myndighet til børsdirektøren, beror i utgangspunktet på en tolkning av grunnlaget for den myndighet det gjelder. Basert på dette er det som hovedregel lagt til grunn at børsstyret kan delegere myndighet, bortsett fra de tilfeller hvor det dreier seg om konkrete avgjørelser som er tillagt børsstyret i børsloven. Eksempelvis er det således antatt at børsstyret ikke kan delegere generell myndighet til å ta nye verdipapirer opp til notering eller godkjennelse av nye børsmedlemmer. Likevel er det i børsforskriften åpnet for at opptak av obligasjoner besluttes av børsdirektøren, samt diverse avgjørelser i forbindelse med noteringene. Disse sakene er også kjennetegnet ved at de er kurante samtidig som det er et stort antall saker i året med krav til hurtig behandling. Verdipapirhandelloven legger kompetanse til «børsen», slik at de alminnelige kompetanseregelene som nevnt ovenfor, vil være avgjørende for om myndigheten tilligger børsstyret eller børsdirektøren. Børsstyret vil i slike tilfeller kunne delegere sin myndighet til børsdirektøren. Det er således børsdirektøren som er ansvarlig for prospektkontrollen etter verdipapirhandelloven kapittel 5, jf *"Prospektkontroll ved offentlige tilbud"* i kapittel 9.12.1 nedenfor. Det samme gjelder beslutninger om det foreligger tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven kapittel 4, jf *"Tilbudsplikt og frivillige tilbud"* i kapittel 9.12.3 nedenfor og f eks dispensasjon fra regelen om periodisk handleforbud etter verdipapirhandelloven § 2-3, jf *"Innsidehandelsregler, handleforb u d m v"* i kapittel 9.12.8 nedenfor. Ileggelse av sanksjoner vil imidlertid normalt tilligge børsstyret. I forhold til forvaltningslovens regler om klage til overordnet organ anses børsen som ett organ bestående av børsdirektør/administrasjon og børsstyret slik at alle klager skal behandles av børsklagenemnden. Selv om et vedtak er truffet av børsdirektøren vil det

være børsstyret som behandler spørsmål om vedtaket skal omgjøres eller oversendes til klageorganet.

Med børsdirektøren mener børsloven noen ganger børsdirektøren personlig i den forstand at oppgaven eller kompetansen ikke kan delegeres, mens det andre ganger siktes til børsdirektøren som leder av børsens administrasjon. Børsdirektøren vil, innenfor eventuelle direktiver fra børsstyret, organisere administrasjonen som han/hun finner hensiktsmessig slik at vedtak vil kunne fattes av børsens ansatte. Stedfortredende børsdirektør vil i utgangspunktet ha samme myndighet som børsdirektøren i den grad vedkommende fungerer som børsdirektør.

8.3.5 Generelt om børsens organer og administrasjon

Børsloven inneholder regler om børsrådets og børsstyrets saksbehandling, herunder vedtaksførhet, flertallskrav, medlemmenes habilitet og protokollførsel. Medlem av børsrådet eller børsstyret kan ikke inneha dette tillitsverv i sammenhengende tidsrom lenger enn åtte år, eller i et samlet tidsrom på mer enn tolv år.

Børsens tillits- og tjenestemenn og revisor har taushetsplikt om det som de i stillings medfør får vite om børsens eller andres forretningsmessige, eller noens personlige forhold med mindre annet følger av børsloven. De må heller ikke gjøre bruk av slike opplysninger ved ervervsvirksomhet eller ved kjøp og salg verdipapirer, jf § 2-11. Taushetsplikten er ikke til hinder for at opplysninger gis tilsynsmyndighetene.

Børsloven inneholder også visse restriksjoner på kjøp av aksjer for børsdirektøren og stedfortredende børsdirektør og andre børsansatte etter børsrådets bestemmelser, jf § 5-5. Dertil er det meldeplikt for visse transaksjoner foretatt av ansatte, børsstyrets medlemmer og leder og nestleder i børsrådet. Meldeplikten gjelder også disses nærstående. Medlemmer av børsrådet og børsstyret skal også opplyse om sine tillitsverv i børsnoterte aksjeselskaper. Bestemmelsen er supplert med retningslinjer fastsatt av børsrådet som angir restriksjoner for samtlige ansattes kjøp og salg av aksjer.

8.4 Det offentliges myndighet og oppgaver vedrørende børsen

Børsen har som selveiende institusjon et selvstendig ansvar for de oppgaver den er tillagt etter loven, samtidig som den er underlagt et visst offentlig tilsyn.

Myndighetenes innflytelse over børsen utøves dels gjennom børsrådet ved at Kongen har oppnevnelsesmyndighet, og ved at offentlige interesser har direkte representasjon i børsrådet. Idag er således fire departementer i tillegg til Kredittilsynet og Norges Bank direkte representert, jf ovenfor *"Børsrådet"* i kapittel 8.3.2.

Videre har det offentlige myndighet over børsen gjennom lovregulering og ved at Finansdepartementet fastsetter børsforskriften, jf børsloven § 1-6.

I den utstrekning børsen gjennom lov og forskrift er tillagt kompetanse til å treffe enkeltvedtak, har Finansdepartementet som overordnet organ for de aktuelle lover etter alminnelige forvaltningsrettslige prinsipper en viss instruksjonsmyndighet innenfor det aktuelle området, jf Ot prp nr 83 (1986-87) side 46 og verdipapirhandelloven § 12-1 første ledd. Det er uttrykkelig forutsatt i forarbeidene (Ot prp side 46) at departementet ikke skal kunne instruere i enkeltsaker, men være henvist til den alminnelige instruksjonsmy-

ndighet i generelle spørsmål. I NOU 1985:33 side 120 skilles det mellom en ren legalitetskontroll, som departementet forutsettes å ha, og hensiktsmessighetskontroll som departementet er avskåret fra. Den generelle instruksjonsmyndigheten ble ikke fjernet ved overføring av klagekompetansen fra Finansdepartementet til børsklagenemnden, jf nedenfor i *"Børsklagenemnden"* i kapittel 8.5. I praksis har departementet sjelden gitt slike generelle instrukser. Det er tvilsomt om departementet har myndighet til å omgjøre børsens vedtak. Etter lov av 10. februar 1967 (forvaltningsloven) § 35 og alminnelige lovfestede prinsipper, kan overordnet forvaltningsorgan etter nærmere regler omgjøre vedtak av eget tiltak. Forvaltningslovens regler gjelder for børsens vedtak, samtidig som Finansdepartementets begrensede instruksjonsmyndighet tilsier at de samme begrensninger bør gjelde for omgjøringsadgangen. Spørsmålet synes ikke å være behandlet uttrykkelig i forarbeidene. Det følger av stortingsbehandlingen av lovforslag om endringslov om børsklagenemnd, jf Innst O nr 81 (1988-89) side 2 at departementet ikke skal kunne omgjøre børsklagenemndens avgjørelser. Børsens avgjørelser er imidlertid ikke nevnt spesielt. I praksis har problemstillingen ikke vært aktuell.

Etter børsloven § 5-4 kan departementet gi pålegg til børsen når det er grunn til å tro at det ved børsen foreligger forhold som strider mot lov eller forskrifter. Det er forutsatt i forarbeidene at dette for eksempel vil kunne være tilfelle i administrative saker hvor børsen ikke sender inn regnskap til departementet, men også andre tilfeller som for eksempel hvis børsrådet ikke blir innkalt og børsstyret eller børsdirektøren tar avgjørelse som hører under børsrådets kompetanse, jf NOU 1985:33 side 120 og Ot prp nr 83 (1986-87) side 109. Børsen skal på sin side sende årsregnskap og årsberetning til departementet, og skal gi supplerende opplysninger dersom dette kreves.

Finansdepartementet kan videre gi tillatelse til og nærmere regler for at børsen kan forestå regelmessig offentlig kursnotering for valuta, dersom Norges Bank ikke noterer offentlige valutakurser, jf § 1-3 annet ledd. Ved forskrift kan departementet gjøre unntak fra børslovens kapittel 2 om børsens ledelse for mindre børser som noterer regionale verdipapirer. Departementet kan også gjøre unntak fra forbudet mot at børsdirektøren, børsdirektørens stedfortreder samt ansatte etter børsrådets bestemmelser eier verdipapirer, og skal forelegges protokoll med opplysninger over børsrådets og børsstyremedlemmenes tillitsverv i børsnoterte selskaper, jf § 5-5 første og fjerde ledd.

Etter verdipapirhandelloven § 12-1 første ledd forestår Finansdepartementet tilsyn med handelen i finansielle instrumenter, og med overholdelsen av lovgivningen om verdipapirhandelen.

Hverken Kredittilsynet eller Norges Bank har direkte tilsyn med børsen. Kredittilsynet har imidlertid tilsyn med at verdipapirhandelloven overholdes, jf verdipapirhandelloven § 12-1 annet ledd og kredittilsynsloven § 1 nr 13. Selv om børsen er tillagt myndighet og plikter i verdipapirhandelloven, kan det ikke antas at bestemmelsen gir Kredittilsynet noen alminnelig tilsyn med børsens utførelse av dette. Kredittilsynet og Oslo Børs har regulert sitt samarbeide i egen avtale. Den første samarbeidsavtalen ble til i forbindelse med et lovendringsforslag knyttet til emisjonskontrollen etter verdipapirhandelloven, hvor det var foreslått at Kredittilsynet kunne gi pålegg til børsen i forbindelse med emisjonskontrollen. I Innst O nr 5 (1991-92) side 24 heter det om dette:

> «Komitéen legger vekt på at en arbeidsgruppe nedsatt av Oslo Børs og Kredittilsynet har utarbeidet et utkast til retningslinjer for en samarbeidsavtale som skal søke å løse de mulige kompetansekonflikter. [...]

> Komiteen er kjent med at det nå er inngått slik avtale og mener at det mest hensiktsmessig at uklarheter løses gjennom samarbeid. Komiteen slutter seg derfor til proposisjonen om at det ikke nå foreslås påleggskompetanse for Kredittilsynet overfor børsen.»

Samarbeidsavtalen ble videreført i en ny avtale i 1997. I samarbeidsavtalen, som er vedlagt utredningen her, beskrives kontaktpunktene mellom Kredittilsynets og børsens oppgaver, samt retningslinjer for hvordan grensene mellom ansvarsområdene skal trekkes og hvordan samarbeidet skal utøves. Verdipapirhandellovutvalget uttalte i NOU 1996:2 side 194 at samarbeidet mellom institusjonene etter utvalgets syn fungerer bra, og det la til grunn at den gjeldene kompetansefordeling bør videreføres sålenge børsen er organisert som i dag.

Norges Bank overvåker penge-, kreditt- og valutamarkedene, jf lov av 24. mai 1985 nr 28 (sentralbankloven) § 1 annet ledd, men ikke børsen som institusjon.

8.5 Børsklagenemnden

Børsklagenemnden er en særskilt frittstående klageinstans for vedtak fattet av børsen som er gjenstand for klage, og er opprettet i medhold av børsloven § 6-4. Gjenstand for klage er avgjørelser som etter forvaltningsloven § 2 første ledd bokstav b anses som enkeltvedtak, det vil si avgjørelser som treffes under utøvelse av offentlig myndighet, og som er bestemmende for rettigheter eller plikter for en eller flere bestemte personer. Dette kan være beslutninger vedrørende opptak av verdipapirer til notering, opptak av nye børsmedlemmer, ileggelse av sanksjoner og ulike avgjørelser i forbindelse med emisjonskontroll og tilbudsplikt. Enkelte avgjørelser er unntatt fra klageadgangen etter børsloven. Det gjelder blant annet suspensjon av verdipapirer, jf børsloven § 4-11 annet ledd, avgjørelse av tvister som oppstår under kursnoteringen, jf § 4-6 første ledd og retten til å delta i kursnoteringen for andre enn børsmedlemmer, jf § 4-1.

Børsklagenemnden kan i klagesak prøve alle sider av et vedtak som er gjenstand for klage. Børsens utøvelse av hensiktsmessighetsskjønn kan altså overprøves. Noen rett til å omgjøre vedtak av eget tiltak har imidlertid klagenemnden ikke. Den har heller ikke instruksjonsrett overfor børsen.

Børsklagenemnden kan i tillegg avgjøre tvister som voldgiftsnemnd mellom private parter som har tilknytning til selskaper med børsnoterte verdipapirer eller børsomsetningen, og hvor partene er enige om at børsklagenemnden skal avgjøre tvisten som voldgiftsnemnd. Ved behandlingen av voldgiftstvister gjelder reglene i tvistemålsloven kapittel 32 supplert med enkelte regler i børsforskriften.

Søksmål mot børsens vedtak kan ikke reises før klageadgangen er utnyttet. Klagenemnden kan imidlertid i særlige tilfeller 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 tillatelse til søksmål er gitt. Søksmål reises mot vedkommende børs, men staten kan på ethvert trinn tre inn i saken som hjelpeintervenient og kan etter avtale med børsen overta saken.

Børsklagenemnden består av fem medlemmer med personlige varamedlemmer som oppnevnes av Kongen for en periode på fire år. Nemndens leder og nestleder skal oppfylle lovens krav til høyesterettsdommer. Finansdeparte-

mentet organiserer sekretariat for børsklagenemnden, og fastsetter også medlemmenes godtgjørelse.

For klagebehandlingen i børsklagenemnden gjelder reglene i forvaltningsloven kapittel VI supplert med spesialregler i børsforskriften *"Økonomiske og administrative konsekvenser"* i kapittel 26. Blant annet gjelder en to-ukers klagefrist og korte frister for eventuelle andre parters tilsvar og for børsens og klagenemndens behandling av klagesaker. Det er i forarbeidene vist til at klager i børssammenheng av hensyn til markedet og partene som oftest krever en rask avgjørelse. Regulært avgjøres saken på grunnlag av de saksdokumenter som foreligger når klagesaken mottas av nemnden. Nemnden kan likevel beslutte å holde muntlig forhandlingsmøte hvis særlige grunner foreligger. Det er videre gitt regler om at klager kan ilegges klagenemndens og børsstyrets saksomkostninger dersom klager ikke gis medhold, og om partenes saksomkostninger i saker som i det vesentlige er en tvist mellom to eller flere parter. I tillegg må det antas at forvaltningsloven § 36 om partens krav på dekning av sine saksomkostninger fra forvaltningsorganet når et vedtak omgjøres til gunst for parten, gjelder for børsens vedtak. Børsloven § 6-5 annet ledd angir at det i børsforskriften kan fastsettes regler om når en part kan bli tilkjent saksomkostninger fra det offentlige. I forarbeidene til bestemmelsen er det påpekt at særtrekk ved børsvirksomheten som forvaltningsområde tilsier at hovedregelen bør være at børsen ikke blir ansvarlig for partenes saksomkostninger, jf Innst O nr 81 (1988-89) side 6. Det er ikke gitt slike særregler i børsforskriften, slik at forvaltningsloven § 36 gjelder, jf også børsklagenemndens sak 2/92. Det er ingen gebyrer for å påklage børsstyrets vedtak, selv om børsloven § 6-5 gir hjemmel til å fastsette regler om dette.

Siden klagenemnden ble etablert i 1989 har nemnden pr utløpet av 1998 behandlet ca 20 klager over børsstyrevedtak, og ingen saker som voldgiftsnemnd. Klagenemnden har behandlet fem vedtak om strykning av aksjer. Seks klagesaker angikk overtredelsesgebyr ilagt børsnoterte foretak for brudd på informasjonsplikten, og en sak gjaldt overtredelsesgebyr ilagt for et selskaps ulovlige nektelse av aksjeerverv. To klagesaker gjaldt overtredelsesgebyr ilagt børsmedlemmer for mangelfull rapportering. Andre påklagede vedtak gjaldt tilbudsplikt, emisjonskontroll, nektet opptak av aksjer til notering, nektet opptak av verdipapirforetak som børsmedlem, samt avvisning av klage fordi avgjørelsen ikke var vedtak som var gjenstand for klage.

8.6 Børsens brukere

En hensiktsmessig oppdeling av Oslo Børs' brukere kan være i forhold til deres legale tilknytning til børsen – gjennom inndeling i direkte og indirekte brukere.

Direkte brukere:

i. Verdipapirutstedende foretak
ii. Børsmedlemmer

Indirekte brukere:

i. Investorer
ii. Informasjonsdistributører
iii. Myndighetene
iv. Andre (publikum)

Tabell 8.1: Sammenhengen mellom børsens brukere og børsens hovedoppgaver kan illustreres ved følgende tabell:

Bruker Oppgave	Verdipapir-utstedende foretak	Børs-medlemmer	Investorer	Info.-distributører	Myndig-hetene	Andre
Markedsplassfunksjoner egenkapitalpapirer	x	x				
Markedsplassfunksjoner rentepapirer	x	x				
Markedsplass – Derivater		x				
Kursinformasjons-spredning		x	x	x		
Emisjonskontroll	x					
Markedsføring	x	x		x		
Generell informasjon			x			x
Tilsyn og kontroll	x	x	(x)		x	
Andre oppgaver			x		x	x

8.6.1 Verdipapirutstedende foretak

Verdipapirutstedende foretak benytter primært børsen som markedsplass for å bedre omsettelighet av sine verdipapirer slik at disse blir mer attraktive for investorer. Foretakene kan derved skaffe mer egenkapital og/eller billigere fremmedkapital. At et verdipapir er børsnotert har betydning for foretakets investorer og kunder, ved at foretaket må tilfredsstille kravene for børsnotering og børsens krav til at vesentlig informasjon om selskapet blir løpende offentliggjort, og ved at det er et profesjonelt og organisert marked som vurderer og prissetter risikoen tilknyttet foretakets verdipapirer.

Børsens generelle informasjon om verdipapirmarkedet som spare- og investeringsalternativ kan øke interessen for verdipapirer blant investorer og derved tilgangen på kapital til utstederforetakene.

Utstedere er typisk aksjeselskaper – også utenlandske, sparebanker og for obligasjoner i tillegg kommuner, interkommunale foretak m m.

I enkelte sammenhenger er også staten verdipapirutsteder, ved at statslånene (obligasjoner og sertifikater) tas opp til notering. Prising av disse lånene tilkjennegir markedets vurdering av nivået for tilnærmet kredittrisikofri rente til enhver tid. Dette er viktig for riktig prising av andre verdipapirer og pengeinstrumenter.

For å få et verdipapir notert må utsteder søke om opptak. Børsen kontrollerer at kravene til notering – som fremgår av børslov og børsforskrift – oppfylles, og gjør også en mer skjønnsmessig vurdering av om verdipapiret er egnet for notering. Nærmere beskrivelse av opptak til kursnotering følger i *"Opptak til kursnotering, strykning og suspensjon"* i kapittel 9.4.

Derivatinstrumentene (opsjoner, futures og forwards) har ikke «utsteder» i tradisjonell forstand. Instrumentene blir tatt opp til notering ut fra ønsker og behov uttrykt av investorer og børsmedlemmer, og uten noen søknad fra utsteder av det underliggende verdipapir.

For børsens arbeid med å tilordne notering og handel i verdipapirer, samt å forestå det løpende markedstilsyn, må verdipapirutstedende foretak betale en avgift, se nærmere *"Formelle rammer for finansiering, økonomi og avgifter"* i kapittel 8.7. Et verdipapirutstedende foretak som opptrer i strid med børsloven eller børsforskriften kan ilegges sanksjoner typisk i form av strykning eller overtredelsesgebyr.

8.6.2 Børsmedlemmer/børsrepresentanter

Det er bare børsmedlemmer som kan delta direkte i notering og handel ved børsen, jf børsloven § 4-11 og børsforskriften *"Andre institusjoner i markedet for verdipapirer og varederivater i Norge"* i kapittel 11. Børsmedlemmene kan opptre på vegne av investorer ved å formidle deres kjøps- eller salgsoppdrag, eller de kan opptre på egne vegne, blant annet i forbindelse med market-making virksomhet. Et børsmedlem kan også opptre som såkalt «broker». En market-maker er et børsmedlem som har påtatt seg å stille bindende kjøps- og salgskurser i enkelte verdipapirer. Handel i denne sammenheng blir gjort for børsmedlemmets egen regning og risiko. På Oslo Børs er market-making viktig for rente- og derivatmarkedene.

En «broker» er et børsmedlem som bare har til oppgave å formidle kjøps- og salgsoppdrag mellom andre børsmedlemmer. På Oslo Børs finnes denne ordningen i tilknytning til rentemarkedet.

Børsmedlemmene vil som regel være verdipapirforetak, men det er også adgang til å la andre foretak enn verdipapirforetak bli børsmedlem med bestemte, avgrensede oppgaver – f eks market-making eller «broking» – eller bare deltagelse i handel og notering i bestemte papirer. I dag er samtlige børsmedlemmer verdipapirforetak. Med bakgrunn i Kredittilsynets og Konkurransetilsynets rapport av 2. april 1998 om konkurranseforhold og inntjening i verdipapirforetak, ba Finansdepartementet i april 1998 Oslo Børs blant annet om å vurdere om andre enn verdipapriforetak bør kunne bli børsmedlemmer, og utarbeide utkast til regelverksendringer som vil gjennomføre et slikt forslag. Oslo Børs har i brev av 2. juni 1998 besvart andre spørsmål i forbindelse med rapporten, men opplyst at den vil komme tilbake til departementets konkrete forslag når børsen har høstet erfaringer med implementering av nytt handelssystem for aksjehandel som skal settes i drift tidlig i 1999.

Børsmedlem kan være norsk verdipapirforetak, eller utenlandsk foretak med tillatelse til å drive slik virksomhet i Norge. I den grad børsen ikke krever at børsmedlemmene er fysisk til stede på børsen, kan utenlandske medlemmer operere fra sine hjemmekontorer med elektronisk tilknytning til børsen, såkalt fjernmedlemskap. Fra og med 1999 kreves ikke lenger fysisk tilstedeværelse i aksjehandelen. Derivat- og obligasjonshandelen har vært åpen for fjernmedlemmer også før dette. Børsen har i dag enkelte utenlandske fjernmedlemmer. I derivatmarkedet har også medlemmer av OM-Stockholm og OMLX i London direkte tilgang til handelen på børsen, se *"LEC Samarbeidet"* i kapittel 8.11.

Som børsmedlem vil foretaket være forpliktet til å opptre på markedsplassen i henhold til særlige handelsregler. Nærmere beskrivelse av disse er tatt inn i *"Børsmedlemskap – regler for gjennomføring av kursnoteringen"* i kapittel 9.8.

Børsmedlemmene må betale avgifter til Oslo Børs. Avgiftene er tildels basert på det enkelte medlems aktivitetsnivå. En nærmere beskrivelse av avgiftsstrukturen er tatt inn i *"Formelle rammer for finansiering, økonomi og*

avgifter" i kapittel 8.7. Et børsmedlem som opptrer i strid med børsregelverket kan ilegges sanksjoner i form av utelukkelse eller overtredelsesgebyr.

De av børsmedlemmenes ansatte som fysisk deltar i kursnoteringen på vegne av et børsmedlem kalles børsrepresentanter. Det er fastsatt nærmere krav til børsrepresentantenes kvalifikasjoner m h t erfaring og praktisk kjennskap til hvordan kursnoteringene foregår. Ved brudd på børsregelverket kan børsen vedta sanksjoner direkte mot en børsrepresentant i form av utelukkelse eller overtredelsesgebyr.

8.6.3 Investorer

De fleste investorer i det norske verdipapirmarkedet vil sjelden ha et direkte forhold til børsen som institusjon. Børskontakten ivaretas som regel av børsmedlemmet på investors vegne. På den annen side er det investorene som er den mest berørte brukergruppe, fordi all noteringsaktivitet på børsen har umiddelbar innvirkning på investorenes formuesforhold. Det betyr at investorene er en meget viktig – om enn indirekte – brukergruppe for børsen.

I noen konkrete tilfeller vil enkelte investorer gjennom lovgivning være pålagt et direkte forhold til børsen. Dette gjelder f eks i forhold til reglene om flagging av aksjeerverv eller -salg og gjennomføring av tilbudsplikt. Investorene – både de aktive og potensielle – er også den primære målgruppe for børsens generelle informasjonsaktivitet om verdipapirmarkedet. Reglene om offentliggjøring av løpende handelsinformasjon (gjennomsiktighet) er også i stor grad motivert av hensynet til investorene og likebehandling av disse. Investorer som eier børsnoterte verdipapirer underlegges en rekke regler som ikke gjelder for unoterte verdipapirer, f eks de særlige reglene om ulovlig innsidehandel i verdipapirhandelloven.

8.6.4 Informasjonsdistributører

Et effektivt verdipapirmarked er avhengig av at kurs- og voluminformasjon fra markedsplassen blir formidlet i realtid både til børsmedlemmene og til investorene for å kunne gi alle deltagerne det samme beslutningsgrunnlag. I størst mulig grad skal tilbud og etterspørsel, og ikke ulik informasjon, være grunnlag for kursfastsettelsen. Det samme gjelder annen kursrelevant informasjon, eksempelvis om den økonomiske utviklingen i verdipapirutstedende foretak.

For å få en bredest mulig spredning av informasjonen i både inn- og utland har Oslo Børs inngått avtaler med en rekke informasjonsdistributører, som kjøper markedsdatainformasjon for så å videreformidle denne til sine abonnenter – gjerne kombinert med informasjon fra andre markeder og kilder. Reuters, Dow Jones, Bloomberg og Knight-Ridder er eksempler på informasjonsdistributører.

I tillegg blir informasjon distribuert via andre media, som aviser, tekst-TV og Internett.

8.6.5 Myndighetene

Myndighetene har mange berøringspunkter mot børsen; både som tilsynsinstans, som utsteder, som investor og som overordnet tilsynsansvarlig for hele verdipapirmarkedet. I tillegg skal børsen bistå tilsynsmyndighetene i det generelle tilsyn med verdipapirhandelen.

Utover de oppgaver som naturlig følger med markedsplassfunksjonen, er børsen pålagt å forestå enkelte kontrolloppgaver som utgjør sentrale elementer i myndighetenes totale regulering av verdipapirmarkedet. Dette gjelder f eks håndhevelse av reglene om emisjonskontroll, flaggereglene, tilbudspliktreglene og meldepliktreglene for primærinnsidere.

Det vises til *"Det offentliges myndighet og oppgaver vedrørende børsen"* i kapittel 8.4 ovenfor.

8.6.6 Andre brukere

Børsen er regelmessig i kontakt med andre brukere enn de som inngår i de kategoriene som er beskrevet foran. Dette er ofte profesjoner som bistår andre av børsens brukere, som for eksempel revisorer, advokater eller mediakonsulenter.

Likeledes er andre norske institusjoner som har oppgaver innenfor verdipapirkjeden, f eks Norges Bank, Verdipapirsentralen og Norsk Oppgjørssentral ASA – brukere av handelsinformasjon fra børsen. Forholdet til disse institusjonene er nærmere beskrevet i *"Forholdet til andre institusjoner"* i kapittel 8.10 nedenfor.

Børsen er også gjenstand for interesse fra økonomisk forskningsmiljø og undervisningsinstitusjoner, som mottar bistand i form av generell informasjon, historiske data o l.

Ulike nyhetsmedier har kontinuerlig oppmerksomhet mot aktiviteten i verdipapirmarkedet. Børsen bistår media med såvel bakgrunnsinformasjon som informasjon om løpende saker eller avgjørelser som har offentlig interesse. Dette er viktig for å kunne bygge opp og vedlikeholde tillit til og kunnskap om verdipapirmarkedet hos allmennheten, jf også børsloven § 1-5.

8.7 Formelle rammer for finansiering, økonomi og avgifter

Børsen er ikke en del av den statlige eller offentlige økonomiforvaltning, men må dekke kostnadene til egen virksomhet gjennom avgifter overfor direkte brukere. Dette fremgår av børsloven § 5-1 første punktum, hvor det heter at «til dekning av utgifter til en forsvarlig drift av børsen kan det kreves avgifter av foretak hvis verdipapirer er notert på børsen og av børsmedlemmer». Utrykket «forsvarlig drift» har i praksis vært tolket som at børsen ikke skal sikte mot overskuddsmaksimering. Se nærmere i *"Finansiering av børsens virksomhet"* i kapittel 10.3.

Børsen har ikke adgang til å plassere midlene i aksjer eller konvertible obligasjoner - med mindre det foreligger særskilt samtykke fra Finansdepartementet.

Børsen har i sin økonomiforvaltning regnskapsplikt etter regnskapsloven, jf børsloven § 5-2. Årsberetningens innhold kan etter bestemmelsen begrenses noe. Regnskapene skal revideres av en statsautorisert revisor, jf børsloven § 5-3, jf § 2-2 første ledd bokstav f). Revisjonen skal gjennomføres i samsvar med bestemmelsene i lov av 14. mars 1964 nr 2 om revisjon og revisorer og forskrifter i medhold av denne, så langt det passer, jf børsloven § 5-3 andre punktum. Børsens årsregnskap og årsberetning fastsettes av børsrådet, og skal etter § 5-4 sendes til Finansdepartementet. Børsen skal gi departementet supplerende opplysninger dersom dette kreves.

Børsens brukeravgifter skal i utgangspunktet dekke de kostnader børsen har mot hver brukergruppe. Dette er også nedfelt i børsloven § 5-1 tredje punktum. Se nærmere i *"Finansiering av børsens virksomhet"* i kapittel 10.3.

8.8 A/S Oslo Børs Informasjon (OBI)

A/S Oslo Børs Informasjon (OBI) er et heleiet datterselskap av Oslo Børs. OBI driver elektronisk formidling av kursinformasjon fra noteringen på Oslo Børs, samt innsamling, bearbeiding og formidling av historisk informasjon knyttet til de verdipapirer som til enhver tid er notert på Oslo Børs. Historisk informasjon inkluderer regnskaps-, aksjekapital- og kursdata knyttet til samtlige aksjer og grunnfondsbevis notert på Oslo Børs, vilkår og kursdata for samtlige sertifikater og obligasjoner og kursdata knyttet til derivatmarkedet. I tillegg har OBI en omfattende database knyttet til verdipapirfond. OBI formidler i første rekke informasjonen til nasjonale og internasjonale informasjonsdistributører. Videre utgir OBI Oslo Børs' offisielle daglige kursliste og Kierulfs Håndbøker med beskrivelse av børsnoterte og unoterte verdipapirer samt verdipapirfond. OBI drives etter bedriftsøkonomiske prinsipper med krav til lønnsomhet.

8.9 Aksessorisk virksomhet

Børsen kan i tillegg til offentlig og regelmessig kursnotering av finansielle instrumenter, bare drive «virksomhet som naturlig henger sammen med dette», jf børsloven § 1-3, jf *"Børsens rammelovgivning og regulering"* i kapittel 8.1. Børsen har blant annet utformet sin informasjonsvirksomhet og sin påvirkning av verdipapirmarkedets rammebetingelser på denne bakgrunn. Oslo Børs har også samarbeid med andre norske institusjoner i eller nær verdipapirmarkedet, med sikte på å rasjonalisere og effektivisere den totale norske verdipapirkjede.

8.10 Forholdet til andre institusjoner

8.10.1 Norges Bank

Oslo Børs' kontakt med Norges Bank er i hovedsak konsentrert om bankens rolle som statens utøvende organ for låneopptak i sertifikat- og obligasjonsmarkedet. Kontakten ivaretas dels gjennom periodiske møter på faglig nivå samt på ledelse/styrenivå etter behov.

Norges Bank og Oslo Børs har også periodisk kontakt for diskusjon av beredskap i tilfelle bankstreik eller meglerkonkurs. Dette er fora som er etablert i forbindelse med gjennomføringen av det daglige pengeoppgjøret mellom børsmedlemmene. Det er ikke lovregulering eller lignende vedrørende forholdet mellom Norges Bank og norske børser.

8.10.2 Verdipapirsentralen (VPS)

Oslo Børs og Verdipapirsentralen (VPS) samarbeider på en rekke områder. Samarbeidet omfatter for det første prosjekter av teknisk karakter, som etablering av et felles datakommunikasjons-nettverk for verdipapirmarkedet og felles plassering av datamaskinutstyr. Et annet samarbeidsområde er infor-

masjonsutveksling. Dette består blant annet i at handels- og clearinginformasjon for derivater overføres direkte fra børsen til VPS, og i at Oslo Børs har tilgang til deler av VPS' database for utredning og informasjonsformål. Videre utveksles informasjon i forbindelse med enkelte av børsens tilsynssaker. Samarbeidet består blant annet også av prosjekter av markedsmessig karakter, blant annet gjennomføring av LEC-samarbeidet (Linked Exchange and Clearing) se *"LEC Samarbeidet"* i kapittel 8.11 nedenfor.

Verdipapirsentralen, Oslo Børs og Norsk Oppgjørssentral ASA har høsten 1998 inngått en samarbeidsavtale for perioden 1999 til 2000, som blant annet omfatter en rekke prosjekter og samlokalisering av institusjonene. VPS, NOS og Oslo Børs har etablert et samarbeidsforum med Norges Fondsmeglerforbund som observatør, hvor man regelmessig tar opp saker av felles interesse og initierer nye samarbeidsprosjekter. Verdipapirsentralen og børsen har dessuten gjensidig representasjon i børsråd/representantskap.

8.10.3 Norsk Oppgjørssentral (NOS)

Norsk Opgjørssentral ASA (NOS) har en sentral rolle i derivatmarkedet som oppgjørssentral. Institusjonen trer inn som motpart i alle handler, overvåker at tilstrekkelige sikkerheter for oppfyllelse av inngåtte avtaler blir stilt, og forestår avregning og garanterer oppgjør. Dette fordrer et tett samarbeide mellom Oslo Børs og NOS, ved at NOS kontinuerlig må ha informasjon om inngåtte handler, og kursinformasjon fra det underliggende markedet.

Ved utvikling og introduksjon av nye produkter i derivatmarkedet, er det viktig at børs og oppgjørssentral har et godt samarbeide. NOS er aktiv deltager i LEC-samarbeidet, jf nedenfor *"LEC Samarbeidet"* i kapittel 8.11, og representerer her norsk oppgjørsside på tilsvarende måte som Oslo Børs representerer markedssiden.

Oslo Børs og NOS har et koordinert samarbeid innenfor markedsføring og har kontinuerlig en rekke løpende fellesprosjekter innenfor informasjon, opplæring og produktutvikling.

Samarbeidet skjer på overordnet nivå i det nevnte samarbeidsforum sammen med VPS, jf *"Verdipapirsentralen (VPS)"* i kapittel 8.10.2 ovenfor, og ellers i dertil egnede utvalg eller arbeidsgrupper. Som nevnt har Norsk Oppgjørssentral ASA, Oslo Børs og Verdipapirsentralen høsten 1998 inngått en samarbeidsavtale for perioden 1999 til 2000, som blant annet omfatter en rekke prosjekter og samlokalisering av institusjonene.

8.10.4 Andre

Børsen har kontakter mot brukernes interesseorganisasjoner. Dette inkluderer blant annet Næringslivets Hovedorganisasjon og Rederiforbundet – dels gjennom Næringslivets Aksjemarkedsutvalg (NAU), de to bankforeningene, Norges Fondsmeglerforbund, Aksjespareforeningen, stiftelsen AksjeNorge, Verdipapirfondenes Forening, Norges Forsikringsforbund, Den norske Revisorforening og Norske Finansanalytikeres Forening.

8.11 LEC Samarbeidet

Oslo Børs' kursnoteringer av derivater er gjennom den såkalte LEC-avtalen basert på et samarbeid med den svenske derivatbørsen OM-Stockholm. LEC er en forkortelse for «Linked Exchange and Clearing» som er et børs- og clear-

ingssamarbeid mellom Norsk Oppgjørssentral ASA (NOS), Oslo Børs, VPS, OM Stockholm AB (publ) og OMLX Ltd. (London). OMLX er en engelsk børs eiet av OM gruppen AB, se *"Sverige"* i kapittel 13.2. Samarbeidet består i at børsene gir hverandres medlemmer tilgang til en felles ordrebok for alle de tre markedene gjennom OM's elektroniske handelssystem. De tre markedene fungerer i praksis som ett marked, både med hensyn til handel og clearing.

Samarbeidet åpner således for handel av OMs derivatprodukter på Oslo Børs. Tilsvarende kan Oslo Børs' aksjederivater handles av medlemmene av OM Stockholm og OMLX. Avtalen gir hver enkelt børs mulighet til å begrense notering av produkter notert på de samarbeidende børser.

All handel foregår på OM's Click Exchange System. LEC-avtalen regulerer blant annet fordling av inntektene fra handelen herunder, vederlag for bruk av OMs handelssystem.

Primærbørsene Oslo Børs og OM Stockholm er ansvarlige for handelsregler og kontraktsspesifikasjoner for sine respektive produkter. Handelsregler og kontraktspesifikasjoner for hver av primærbørsene er identiske for alle samarbeidende børser.

Det er inngått avtaler mellom de tre samarbeidende børser, samt innledet samarbeid mellom de respektive lands tilsynsmyndigheter, vedrørende tilgang til informasjon i de tre markedsplassene for å ivareta markedets integritet og tillit.

Clearing foregår lokalt, uavhengig av produkt. For den norske delen skjer oppgjør via NOS. Gjennomføres det en handel mellom et medlem av Oslo Børs og et børsmedlem ved en av de andre samarbeidsbørsene, vil handelen først bli clearet av de lokale oppgjørssentralene for deretter å cleares på aggregert nivå mellom oppgjørssentralene. Handler gjort av et medlem ved en av børsene er dermed sikret gjennom sin clearingssentral på tilsvarende måte som om det bare ble handlet mellom medlemmer av samme børs.

8.12 Internasjonalt samarbeid

Mellom de fem tradisjonelle *nordiske børsene*, d v s Stockholms Fondbörs, Københavns Fondsbørs, Helsingfors Fondsbørs og Oslo Børs, har det vært nært et nært samarbeid og dialog siden 70-årene, og som det siste tiår også har inkludert Islands Fondsbørs. Det har i årenes løp vært en rekke konkrete prosjekter. Nærmeste et formelt samarbeid var børsene ved etableringen av NORDQUOTE, som var et felles nordisk informasjonssystem (unntatt Islands Fondsbørs) med realtids handelsinformasjon. Tilbudet ble etablert i 1994, men ble avviklet etter kort tid blant annet på grunn av liten interesse i markedet. I dag fungerer samarbeidet stort sett som et forum for utveksling av erfaringer omkring markedsmessige og organisatoriske forhold.

Det øverste organet innenfor det nordiske samarbeidet er det årlige børsmøtet, der børssjefene og styreformenn møtes. Møtet forberedes av et permanent utvalg som også koordinerer arbeidet i de ulike arbeidsgruppene for henholdsvis markedsovervåkning, juridisk, økonomi og administrasjon samt statistikk. Økonomi og administrasjonsgruppen gjennomfører en årlig «benchmarking» der en sammenligner utvikling i kostnads- og inntektsbildet ved børsene. Statstikkgruppen produserer en nordisk måneds- og kvartalsstatistikk samt enkelte særskilte utredninger om det nordiske verdipapirmarkedet.

Den europeiske børsføderasjon – Federation of European Stock Exchanges (FESE) – ble etablert i 1981 med utgangspunkt i EU-børsene. I 1991 ble børsene fra EFTA-landene, inkludert Oslo Børs, invitert med som fulle medlemmer. FESE arbeider primært med EU-spørsmål, og mange av oppgavene er av påvirkningskarakter rettet mot EU-kommisjonen i Brüssel. FESE har et fast sekretariat beliggende i Brüssel.

FESEs øverste organ er en årlig generalforsamling – på børsledernivå. For øvrig er det etablert en generell arbeidsgruppe samt diverse faggrupper. Oslo Børs er representert i noen av gruppene. Et forsøk på å lage et felleseuropeisk system for å forenkle notering av store selskaper på flere europeiske børser, kalt Eurolist, ble avviklet etter kort tid på grunn av liten interesse.

Den globale samarbeidsorganisasjonen for verdipapirbørser, Federation Internationale des Bourses de Valeurs (FIBV), består primært av aksjebørser, men også enkelte derivatbørser er medlem. FIBV har rundt 50 medlemmer og har et fast sekretariat i Paris. Oslo Børs har vært medlem siden 1983.

FIBV har særlig tatt sikte på faglig oppdatering og fordypning i spesialemner. Det utarbeides også normer for børsens håndtering av ulike spørsmål i forhold til medlemmene, utstedere og bruk av handelsteknikk. FIBV ledes av et styre. Det faglige arbeidet foregår mest i en fast arbeidsgruppe eller i undergrupper av permanent eller ad hoc-karakter.

FIBV vedtok i 1998 et sett markedsprinsipper (FIBV 1998 Market Principles) som angir det minimumsnivå med hensyn til organisering, regulering og overvåkning som et verdipapirmarked må oppfylle, for å kunne anses som et organisert marked. Nye medlemmer i FIBV må oppfylle disse nivåene før opptak, mens bestående medlemmer har plikt til å påse at minimumsnivået kontinuerlig opprettholdes. FIBV kan dessuten på eget initiativ foreta oppfølgning av medlemmene m h t etterlevelse av prinsippene.

Mellom *derivat- og futuresbørsene* foregår det også et aktivt samarbeid i IOMA (International Options Markets Association) på global basis og i ECOFEX (The European Commitee of Options and Futures Exchanges) på europeisk basis. Oslo Børs er medlem av begge organisasjonene. Disse arbeider i hovedsak med faglige og tekniske problemstillinger. Til begge organisasjonene er det etablert en søsterorganisasjon som arbeider spesielt med clearingspørsmål.

Kapittel 9

Nærmere om børsens oppgaver og virksomhet

9.1 Innledning

Innenfor de lovfastsatte grenser som er beskrevet i *"Børsens rammelovgivning og regulering"* i kapittel 8.1 og *"Børsens oppgaver og rolle i verdipapirmarkedet – oversikt"* i 8.2, har børsen en rekke forskjellige og ulikeartede oppgaver. Oppgavene består i stor grad av teknisk organisering og drift av markedsplassen, men også i offentlig myndighets utøvelse. Overfor de samme brukerne, vil børsen både kunne være leverandør av tjenester (markedsplasstilgang og produkter) og tilsynsmyndighet. Dette skjæringspunktet mellom offentlig myndighetsutøvelse og kommersiell drift reflekterer ulike og dels motsetningsfylte oppgaver og særpreger på mange måter børsen som institusjon.

De ulike oppgavene er nærmere beskrevet i det følgende.

9.2 Regelkompetanse

Børsen er på enkelte områder gitt kompetanse til å fastsette generelle regler innenfor børslovens og verdipapirhandellovens område.

For det første er børsstyret gjennom børsforskriften gitt kompetanse til å fastsette regelverk for handel med derivatkontrakter ved Oslo Børs og clearing av handel med derivatkontrakter i Norsk Oppgjørssentral ASA. Dette regelverket må dels anses som privatrettslig regulering i form av standardvilkår, og dels som forskrifter i henhold til forvaltningsloven. Regelverket inneholder standardvilkår for børsnoterte derivater, vilkår for opptak til notering, handelsregler, vilkår for deltagelse i handelen samt oppgjørsregler m m. Regelverket forutsetter et nærmere samarbeid mellom Oslo Børs og Norsk Oppgjørssentral ASA.

Børsen er også gitt kompetanse til å gi utfyllende regler for kursnoteringene av egenkapitalinstrumenter og låneinstrumenter, såkalte handelsregler, jf børsloven § 4-6 første ledd og børsforskriften § 13-2. Oslo Børs har i forbindelse med innføring av nytt handelssystem tidlig i 1999 fastsatt handelsregler for egenkapitalinstrumenter. For obligasjonsmarkedet er det tidligere fastsatt bestemmelser som er offentliggjort i børsens sirkulærer. Videre skal børsrådet fastsette de årlige satsene for børsens avgifter fra brukerne etter reglene i børsforskriften *"Tilsyn med børser og autoriserte markedsplasser"* i kapittel 24. Etter børsloven § 5-5 kan børsrådet også fastsette hvilke av børsens ansatte som i tillegg til børsdirektøren og dennes stedfortreder omfattes av forbudet mot å eie aksjer eller konvertible obligasjoner.

Med hjemmel i verdipapirhandelloven kan børsen fastsette nærmere regler om krav til den garanti som i henhold til § 4-10 syvende ledd skal stilles av tilbyder i et pliktig tilbud. I forbindelse med verdipapirhandellovens regler om prospekt ved offentlige tilbud om tegning av omsettelige verdipapirer, kan børsen fastsette regler knyttet til unntaket fra prospektplikten for tilbud som bare retter seg mot profesjonelle investorer, jf verdipapirhandelloven § 5-2 annet ledd. Videre kan børsen gi regler om unntak fra plikten til å offentliggjøre prospekt i tilbud som gjelder visse typer obligasjoner eller tilsvarende

omsettelige verdipapirer, jf verdipapirhandelloven § 5-3 annet ledd. Børsen har fastsatt forskrifter i henhold til verdipapirhandelloven § 4-10 syvende ledd og § 5-2 annet ledd.

For øvrig er børsens virksomhet underlagt børslovens og børsforskriftens regulering. Børsforskriften gir regler om gjennomføringen av kursnoteringene, vilkår for opptak til kursnotering, innhold av prospekter m m. Forskriften gir dels regler på svært detaljert nivå. Børsforskriften er fastsatt av Finansdepartementet. Børsrådet kan på eget initiativ fremme forslag til forskrifter og skal ha rett til å uttale seg om endringer i forskriftene, jf børsloven § 1-6.

9.3 Produkter og produktutvikling

Produkter notert på børsen kan grupperes i tre markeder for henholdsvis egenkapitalinstrumenter, låneinstrumenter og derivater. For nærmere beskrivelse av markedet for de enkelte instrumenter vises til *"Kapitalmarkedet i Norge"* i kapittel 6.

Av egenkapitalinstrumenter er aksjer de praktisk viktigste. Det noteres aksjer i norske såvel som utenlandske aksjeselskaper. I tillegg noteres grunnfondsbevis utstedt av sparebanker. Aksjene kan noteres på hovedlisten eller listen for små- og mellomstore bedrifter (SMB-listen). Listene er gruppert i bransjer etter selskapenes virksomhet. Ved kapitalforhøyelser i børsnoterte selskaper kan det også noteres tegningsretter knyttet til aksjonærenes fortrinnsrett til tegning. Ved enkelte anledninger har det også vært notert kjøpsretter (standardiserte kjøpsopsjoner, såkalte covered warrants) til eksisterende aksjer i forbindelse med offentlige aksjesalg. Frittstående tegningsretter, såkalte warrants, som er utstedt av utenlandske selskaper har også vært notert. Med den nye allmennaksjeloven vil det også bli mulig å utstede slike og andre finansielle instrumenter for norske selskaper, jf allmennaksjeloven kapittel 11. De noterte instrumentene er definert av selskapsrettslige regler, selskapenes vedtekter og vedtak.

De noterte låneinstrumenter kan inndeles i obligasjonslån med løpetid på ett år eller mer og obligasjonslån med løpetid kortere enn 12 måneder, såkalte sertifikater. Lån som er utstedt av den norske stat er mest omsatt. I obligasjonsmarkedet er verdipapiret primært definert av den enkelte lånekontrakt og alminnelig avtale- og obligasjonsrett samt dels av enkelte bestemmelser i verdipapirsentralloven. Mellom lånene vil det således kunne være store forskjeller med hensyn til løpetid, innløsning, sikkerhet, rente og andre forhold. Eksempelvis finnes det obligasjonslån der renten er knyttet til utviklingen i pengemarkedsrenten, en aksjeindeks, konsumprisindeksen, oljepris o s v. Konvertible obligasjoner, ombyttelige obligasjoner eller obligasjoner med kjøpsrett til teminer gir innehaveren nærmere spesifiserte rettigheter til aksjer.

I derivatmarkedet noteres standardiserte opsjoner og terminer[17]. Produktene er definert i regelverk for handel med derivatkontrakter ved Oslo Børs og clearing av handel med derivatkontrakter i Norsk Oppgjørssentral ASA og de nærmere kontraktspesifikasjoner.

På Oslo Børs noteres kjøps- og salgsopsjoner på norske og svenske aksjer. De norske opsjonene har løpetid i 6 måneder og det noteres nye serier hver 3.

17. se definisjoner i *"Aksjederivatmarkedet"* i kapittel 6.2.3

måned, mens det for svenske opsjoner er løpetid på 6 og 24 måneder. På de samme aksjene noteres det også forwards.

På aksjeindeksen OBX, som består av de 25 mest omsatte aksjeklassene på Oslo Børs, noteres det opsjoner og futures. På den svenske aksjeindeksen OMX noteres det opsjoner og forwards.

I rentemarkedet noteres rentefutures på to norske statslån med løpetid på 6 måneder, og med nye serier notert hver 3. måned.

Derivater knyttet til indekser har kontantavregning, mens det for øvrig er eller kan kreves levering av underliggende verdipapir.

Børsen beregner en rekke indekser over noterte produkter. Formålet med disse er å gi et sammenfattet og forenklet bilde av kursutviklingen blant annet gjennom realtidsoppdatering. Av aksjeindekser beregnes en totalindeks og en SMB-indeks, samt delindekser for henholdsvis finans-, industri- og skipsaksjer og en for grunnfondsbevis. Videre beregnes en bransjeindeks for bygg, anlegg og eiendoms aksjer og en for informasjonsteknologiaksjer. I tillegg beregnes som nevnt ovenfor OBX-indeksen som grunnlag for derivatprodukter. Av obligasjonsindekser beregnes fem statsobligasjonsindekser beregnet av gjenværende løpetid på henholdsvis et kvartal, et halvår, ett, tre og fem år. I tillegg beregnes en obligasjonsindeks på 15 private storlån innenfor sektorene bank, forsikring, kredittforetak og industri, kalt Brix-indeksen.

Nye instrumenter utvikles stadig i verdipapirmarkedet. I derivatmarkedet der børsen har kompetanse til å beslutte notering av nye instrumenter, introduserer børsen selv nye instrumenter i samarbeid med Norsk Oppgjørssentral ASA og OM Stockholm AB. Siden aksjeopsjoner ble introdusert på børsen i 1990, har antall produkter økt jevnlig, blant annet med rentefutures i 1993 og svenske derivater i 1997. I egenkapital- og obligasjonsmarkedet vil introduksjon av nye produkter bero på søknad fra utstedere. For eksempel vil de nye typene av finansielle instrumenter som introduseres med allmennaksjeloven, frittstående tegningsretter, tegningsrettsaksjer m m, kunne noteres.

Børsloven gir børsen anledning til å oppta finansielle instrumenter til notering, jf § 1-1 og § 4-2 og børsforskriften § 1-1. Definisjonen av finansielle instrumenter utgjør en positiv og negativ angivelse av børsens virkeområde. Verdipapirhandelloven § 1-2 annet ledd gir en definisjon av finansielle instrumenter som er forutsatt å gjelde tilsvarende for børsloven. Verdipapirhandelloven § 1-2 annet og tredje ledd lyder:

> «Med finansielle instrumenter menes:
> 1. omsettelige verdipapirer,
> 2. verdipapirfondsandeler,
> 3. pengemarkedsinstrumenter,
> 4. finansielle terminkontrakter, herunder tilsvarende finansielle instrumenter med kontant oppgjør,
> 5. fremtidige renteavtaler (FRA),
> 6. rente- og valutabytteavtale samt bytteavtale knyttet til aksjer og aksjeindeks, eller
> 7. opsjoner på kjøp eller salg av ethvert instrument som nevnt i punkt 1 til 6, herunder indeksopsjoner, valuta- og renteopsjoner samt tilsvarende instrumenter med kontant oppgjør.
>
> Med omsettelige verdipapirer menes:
> 1. aksjer og andre verdipapirer som kan sidestilles med aksjer,
> 2. obligasjoner og andre gjeldsinstrumenter som kan omsettes på lånemarkedet,

3. alle andre verdipapirer som normalt omsettes og som gir rett til å erverve ethvert slikt omsettelig verdipapir ved tegning eller ombytting, eller som gir rett til et kontantoppgjør.»

Bruken av begrepet finansielt instrument som avgrensning av børsens virkeområde var ny med verdipapirhandelloven av 19. juni 1997. Den utgjør en viss utvidelse i forhold til den tidligere verdipapirdefinisjonen i verdipapirhandelloven av 1985 § 1-1. Definisjonen innebærer enkelte begrensninger, nemlig at børsen ikke kan notere råvarer, for eksempel kraftkontrakter. Den kan heller ikke notere derivater til råvarer, enten oppgjøret skjer ved levering av underliggende vare eller ved kontant oppgjør.

9.4 Opptak til kursnotering, strykning og suspensjon

Børsstyret kan oppta finansielle instrumenter til notering på børsen, dersom de finansielle instrumentene antas å ha allmenn interesse og kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning, jf børsloven § 4-2 og § 4-3 første ledd. Opptak av verdipapirer til notering kan bare foretas i henhold til søknad fra utstedere, mens børsen kan ta opp andre finansielle instrumenter til kursnotering uten søknad. 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 verdipapirer er egnet til børsnotering. Et tilleggsvilkår for alle typer finansielle instrumenter er at de i prinsippet skal være fritt omsettelige, jf børsforskriften § 2-3 og § 8-3. Opptak til børsnotering av verdipapirer er betinget av at det utarbeides og offentliggjøres introduksjonsprospekt etter nærmere regler i børsforskriften.

Ved forhøyelse av aksjekapitalen i en aksjeklasse som er børsnotert, skal de nye aksjene tas opp til notering uten søknad. Det samme gjelder ved utvidelse av et børsnotert lån. Utsteder skal dokumentere at kapitalen er fullt innbetalt og at verdipapirene er utstedt. For aksjer i norske selskaper gjøres dette ved bekreftelse fra Foretaksregisteret og dokumentasjon på at aksjene er registrert i Verdipapirsentralen. I tillegg skal utsteder som regel utarbeide prospekt etter reglene i børsforskriften, jf omtale nedenfor i *"Prospektkrav"* i kapittel 9.10.4.

For opptak av aksjer og grunnfondsbevis gjelder særlige vilkår som fastsatt i børsforskriften *"Sammendrag"* i kapittel 2. For det første må kursverdien av de aksjene eller den grunnfondsbeviskapital som søkes opptatt til notering utgjøre minst ti millioner kroner. For aksjer som søkes opptatt på SMB-listen er det tilstrekkelig med åtte millioner kroner. Videre må den virksomhet selskapet driver ha bestått i minst tre år, og det skal i overensstemmelse med norsk lovgivning være sendt inn regnskap for de siste tre år før søknad om børsnotering. Børsstyret kan imidlertid dispensere fra kravet om tre års varighet dersom det finner at dette er i allmennhetens og investorenes interesse, og at investorene har nok opplysninger til å danne seg en begrunnet oppfatning om selskapet og de aksjer som søkes børsnotert. Videre må minst 25 prosent av de aksjer som søkes opptatt til notering være spredd blant personer som ikke anses som tilknyttet selskapet. Aksjene må for å bli tatt opp på hovedlisten, være spredd på minst 500 personer og på SMB-listen minst 100 personer. Hver av disse må eie aksjer som tilsvarer minst én børspost. Etter børsstyrets bestemmelse utgjør én børspost et rundt antall aksjer tilsvarende ca kr 10 000. For grunnfondsbevis kreves at antall bevis er minst 10 000 og at

minst 25 prosent av disse er spredd blant minst 200 personer som hver eier minst én børspost. Børsstyret kan fravike 25 prosentgrensen ved opptak når nevnte spredning må påregnes innen kort tid, eller når aksjene likevel anses egnet for børsnotering på grunn av et stort antall aksjer av samme aksjeklasse (d v s aksjer av samme slag) og deres omfattende spredning blant allmenheten.

Hvis et aksjeselskap har flere aksjeklasser krever børsloven § 4-3 annet ledd at søknaden om opptak til børsnotering må gjelde alle klasser, og hver enkelt aksjeklasse må tilfredsstille vilkårene for opptak. Børsstyret kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra dette kravet.

Av betydning for om et verdipapir er egnet til børsnotering, vil blant annet være om det foreligger spesielle eier- eller stemmerettsbegrensninger eller om det er særlige forhold i foretakets vedtekter eller ved selskapets administrasjon som har betydning for likebehandling av aksjeeierne. Den virksomhet selskapet driver vil i helt spesielle tilfelle også kunne være til hinder for at verdipapiret anses som egnet, f eks dersom selskapets virksomhet bygger på kriminell aktivitet. Børsstyret kan også stille vilkår knyttet til opptak av aksjer til børsnotering.

Tegningsretter som utstedes i forbindelse med aksjonærenes fortrinnsrett til tegning ved kapitalforhøyelser tas i praksis opp automatisk hvis aksjen er notert. Det samme gjelder kjøpsretter til eksisterende aksjer som utstedes i forbindelse med emisjon med påfølgende forkjøpsrett for aksjonærer i selskapet.

For opptak av obligasjoner til børsnotering stilles, i tillegg til de generelle reglene i børsloven, krav om at lånet minimum må være på 25 millioner kroner og at låneandelenes pålydende maksimalt kan være én børspost. Én børspost består av obligasjoner tilsvarende én million kroner, og kr 100 000 hvis obligasjonene er konvertible. Ved opptaket skal det i tillegg legges vekt på bestemmelser i lånevilkårene som har betydning for likebehandling av långivere. Med unntak av lån tatt opp av den norske stat, skal det være oppnevnt en tillitsmann for lånet. Ved avgjørelsen av om lånet skal børsnoteres, skal børsen vektlegge den foreslåtte tillitsmannsordningen, herunder om tillitsmannen antas å ha den nødvendige uavhengighet, habilitet og kompetanse for forsvarlig ivaretagelse av obligasjonseiernes interesser. Videre kreves at obligasjonene er fullt innbetalt og at søknaden omfatter samtlige obligasjoner som tilhører samme lån.

Konvertible obligasjoner, ombyttelige obligasjoner og obligasjoner med kjøpsrett kan som hovedregel bare tas til notering dersom de aksjer de er knyttet til allerede er notert, eller opptas samtidig til notering på børsen eller på et annet regulert, anerkjent og åpent marked som fungerer regelmessig.

Derivater kan tas opp til kursnotering dersom det foreligger en betydelig handel og en betryggende kursfastsettelse i den eller de underliggende instrumentene, jf § 4-3 første ledd siste punktum. Oslo Børs og NOS avgjør i fellesskap hvilke underliggende instrumenter det til enhver tid skal noteres derivatkontrakter for og hvilke opsjonstyper (kjøps- eller salgsopsjoner) som skal noteres. I praksis forespørres også utstederen av den underliggende aksje om synspunkter før opsjoner eller terminer tas opp til notering.

Børsstyret kan vedta at et finansielt instrument skal strykes fra notering hvis det finansielle instrumentet ikke lenger tilfredsstiller vilkårene for børsnotering eller hvis særlige grunner for øvrig tilsier det. Strykning kan foretas etter søknad fra utstederen hvis dette er et aksjeselskap, dersom generalforsamlingen i selskapet har besluttet dette med flertall som for vedtektsen-

dringer, jf børsloven § 4-10 annet ledd. Børsen kan også foreta strykning av eget initiativ. Før det treffes vedtak om strykning skal spørsmålet om strykning og hvilke tiltak som eventuelt kan iverksettes for å unngå strykning, drøftes med foretaket. Kan det forhold som begrunner strykning rettes, kan børsen gi foretaket en frist for å rette forholdet eller legge frem en plan for at foretaket igjen kan oppfylle opptaksvilkårene. Samtidig skal foretaket gjøres kjent med at hvis forholdet ikke blir rettet eller det ikke legges frem en tilfredsstillende plan innen fristens utløp, vil verdipapirene bli vurdert strøket. Treffer børsstyret vedtak om strykning etter søknad fra selskap treffes vedtak etter de vanlige flertallsregler. Strykes instrumentene uten søknad, må minst 2/3 av børsstyrets samtlige medlemmer stemme for vedtak om strykning for at det skal være gyldig.

Dersom det er en nærliggende mulighet for at det forhold som betinger strykning kan avklares eller fjernes innen rimelig tid, og foretakets styre eller tilsvarende organ anmoder om det, kan strykning besluttes som midlertidig strykning. Reglene om dette følger av børsforskriften § 25-3. Vedtaket skal i tilfelle angi hvilke betingelser som må være oppfylt for gjenopptagelse til notering, spesielt vedrørende nødvendig informasjon til markedet og verdipapireierne. Perioden for midlertidig strykning kan ikke overskride fire måneder og skal fremgå av vedtaket, dog slik at gjenopptagelse kan skje tidligere dersom betingelsene for dette er oppfylt. Børsstyret kan imidlertid innen periodens utløp treffe vedtak om fortsatt midlertidig strykning, strykning eller gjenopptagelse til notering.

Hvis særlige grunner tilsier det, kan børsstyret vedta suspensjon av notering og handel vedrørende et børsnotert finansielt instrument. I praksis vil suspensjon være aktuelt dersom det er knyttet betydelig usikkerhet til prisingen av instrumentet, typisk hvor kurssensitive forhold vedrørende utsteder venter på en avklaring. I tilfeller hvor børsstyrets vedtak ikke kan avventes uten skadevirkninger, kan børsdirektøren treffe vedtaket hvoretter børsstyret snarest mulig skal ta stilling til om suspensjonen skal opprettholdes. Suspensjonen skal oppheves når den ikke lenger er påkrevet, og skal ikke i noe tilfelle vare utover 21 dager. Foretakets plikter etter børsloven, børsforskriften og andre bestemmelser, består i suspensjonsperioden. Verdipapirforetak kan ikke handle, tegne eller medvirke til handel med eller tegning av instrumenter som er suspendert fra børsnotering, jf verdipapirhandelloven § 9-4 andre ledd som gjelder verdipapirforetak generelt, og børsforskriften § 12-4 som gjelder børsmedlemmer. Etter børsens praksis kan verdipapirer noteres til observasjon som et signal til markedet dersom verdipapiret handles under større usikkerhet enn normalt, men slik at markedet gjøres kjent med årsaken til usikkerheten.

Vedtak om opptak til notering og strykning er enkeltvedtak som kan påklages etter forvaltningslovens, børsloven og børsforskriftens regler. Vedtak om suspensjon er unntatt fra klageretten, jf børsloven § 4-11 annet ledd.

9.5 Utenlandske selskaper – kursnoteringsavtaler

Børsen kan på samme vilkår som gjelder for norske finansielle instrumenter ta opp instrumenter utstedt av utenlandske institusjoner til notering. Børsloven har ingen særregler om utenlandske instrumenter, men det er forutsatt i forarbeidene at dette kan gjøres. Det er også forutsatt at børslovens regler gjelder for disse, jf bl a Ot prp nr 83 (1986-87) side 102, der det fremgår

at en ved dispensasjonshjemmelen fra plikten til å notere samtlige aksjeklasser i børsloven § 4-3 annet ledd særlig har hatt utenlandske selskap i tankene. Av børsforskriften § 23-7 følger at utenlandske foretak er underlagt børsforskriftens regler, men at bestemmelsene kan fravikes i kursnoteringsavtale med børsen. Ved opptak av verdipapirer til notering, skal det samtidig fattes vedtak om det skal inngås kursnoteringsavtale mellom selskapet og børsen. Foretaket kan også pålegges plikter i kursnoteringsavtalen som ikke følger av børsforskriften. I praksis inngås det kursnoteringsavtale ved opptak av utenlandske aksjer, men ikke obligasjoner. Kursnoteringsavtalene inneholder en viss tilpasning av børsforskriftens regler til det at selskapet er utenlandsk, samt regler om sanksjoner, stedlig domstol (verneting), jurisdiksjon og lovvalg ved eventuelle tvister.

Utenlandske verdipapirer kan opptas til henholdsvis primær- eller sekundærnotering avhengig av om verdipapirene allerede er notert på en annen børs eller ikke. Både for primær- og sekundærnoterte foretak kreves som hovedregel at samtlige aksjer er registrert i Verdipapirsentralen (VPS), jf forskrift 27. februar 1990 om registrering av utenlandske aksjer og depotbevis i Verdipapirsentralen. Dersom lovgivningen i selskapets hjemland er til hinder for dette, eller dersom aksjene også er notert på utenlandsk børs, kan det opprettes et delregister i VPS. Delregisteret skal omfatte den delen av aksjene som omsettes eller meldes til norsk børs. I praksis har børsen stilt som vilkår for opptak av sekundærnoterte foretak at det er registrert et tilstrekkelig antall aksjer i VPS til at det kan forventes regelmessig omsetning over børsen i Norge. Selv om ikke samtlige aksjer er registrert i VPS, anses samtlige aksjer i foretaket eller den aktuelle aksjeklasse som notert i Norge, slik at aksjer kan flyttes mellom registrene dersom aksjonæren ønsker å omsette aksjene på den ene eller andre børsen uten vedtak eller samtykke på børsen.

For primærnoterte foretak utfører børsen en kontroll av børs- og verdipapirrettslige forhold stort sett på linje med den som utøves overfor norske foretak. For sekundærnoterte foretak legges det vanligvis til grunn at primærbørsen, som forutsettes å være en anerkjent børs, utfører det vesentlige av dette tilsynet i den grad det ikke spesielt angår handelen i Norge. Ved opptak til notering og i introduksjonsprospektet skal det utenlandske foretaket redegjøre for spesielle selskapsrettslige forhold som har relevans for børsnoteringen og for aksjonærene i foretaket.

9.6 Regler om børsens informasjonsgivning

Børsen skal særlig forestå to hovedtyper informasjonsaktiviteter. Den ene er informasjon til brukerne og markedet om den handel og de kurser som registreres omtalt som gjennomsiktighet eller «transparency». Dette er på mange måter en integrert del av markedsplassfunksjonen. Den andre er informasjon til allmennheten generelt om børsen og verdipapirmarkedet, som børsen skal utføre i henhold til børsloven § 1-5 annet ledd. Formålet er å øke bruken av børsens tjenester og skape forståelse for børsen og verdipapirmarkedets funksjon i samfunnet. I tillegg – og av noe annen art – er børsens distribusjon av informasjon som rapporteres til børsen av utstederforetakene, se *"Utstedernes informasjonsplikt"* i kapittel 9.10, og av investorer, se *"Flagging av erverv av større aksjeposter og rettigheter til aksjer"* i kapittel 9.12.2 og *"Meldeplikt for tillitsvalgte og ansatte i utstederselskaper"* i 9.12.4. I denne sammenheng brukes

begrepet gjennomsiktighet i forhold til markedets adgang til å få opplysninger om handelen og kursfastsettelsen.

At markedet til enhver tid har fullstendige opplysninger om handel og kursfastsettelsen er et grunnleggende kjennetegn ved børs som markedsplass og en vesentlig forutsetning for at markedet skal fungere. Formålet med reglene om gjennomsiktighet er å gi investorene mulighet for å vurdere markedsforholdene før de gjør en handel, og for i ettertid å kontrollere om handelen er foretatt på betingelser som svarer til disse markedsforholdene. Gjennom mest mulig tilgjengelig informasjon skapes således best grunnlag for prising av instrumentene.

Informasjonen skapes gjennom børsmedlemmenes rapportering til børsen i henhold til reglene i børsloven § 4-6 og børsforskriften *"Organisering av børsvirksomhet i enkelte andre land"* i kapittel 13 om dette. Det skilles mellom førhandelinformasjon som gir opplysninger om til hvilke priser det kan handles en bestemt mengde instrumenter («pre-trade»), og etterhandelinformasjon som gir opplysninger om gjennomførte handler («post trade»). Etter børsforskriften § 13-3 foregår kursnoteringen ved at børsmedlemmene anmelder bud/tilbud til børsen for registrering. Børsmedlemmer skal i tillegg registrere avtale om kjøp og salg av børsnoterte instrumenter enten dette gjøres for egen regning eller på vegne av oppdragsgiver. Forpliktelsen gjelder både avtaler som inngås over børs, og avtaler som inngås utenom børs. Avtaler som inngås i børsens åpningstid skal rapporteres innen fem minutter etter at avtalen ble inngått. Avtaler som inngås utenom åpningstiden skal registeres innen neste børsåpning.

Også for verdipapirforetak som ikke er børsmedlemmer, gjelder meldeplikt for transaksjoner i børsnoterte finansielle instrumenter, jf verdipapirhandelloven § 9-4 første ledd. Ikke-børsnoterte opsjoner og terminer som gjelder kjøp eller salg av børsnoterte finansielle instrumenter skal i henhold til rundskriv fra Kredittilsynet til verdipapirforetakene meldes til børsen. I henhold til verdipapirhandelloven § 9-4 første ledd tredje punktum kan departementet fastsette regler om at verdipapirforetak skal gi melding til børsen om handel i slike instrumenter.

Informasjonen inneholder således kurs og volum for alle avtaler om kjøp og salg av børsnoterte finansielle instrumenter som inngås av eller gjennom verdipapirforetak. I tillegg vil det i egenkapitalmarkedet være informasjon om akkumulert volum for alle kursnivåer for kjøps- og salgsordre som i løpet av handelsdagen ligger i børsens handelssystem. Børsmedlemmene har gjennom sin deltalgelse i handelen dessuten informasjon om ordre som ligger inne i åpningsauksjonen, og såkalte odd lot-ordre. Bare børsmedlemmer får informasjon om hvilke børsmedlemmer som står bak innlagte ordre og omsetninger.

Publikum får informasjon om handel og kurser dels gjennom forespørsel til børsmedlemmene, dels gjennom kanaler beregnet på investorene og allmennheten direkte. Børsmedlemmene har som deltagere i handelen som nevnt noe mer informasjon enn andre. Denne informasjonen gis gjennom børsens handelssystem. Andre interesserte kan få informasjon gjennom den daglige børskurslisten. I tillegg formidles opplysninger av nyhetsbyråers elektroniske systemer, internettjenester, tekst-TV, radio, fjernsyn, aviser m m.

Børsen skal registrere og offentliggjøre kurser og omsetningsvolum. Registreringene skal oppbevares i minst 10 år og skal være offentlig tilgjengelige, jf børsloven § 4-6 annet ledd. Oslo Børs' daglige børskursliste utgjør det formelle registeret. Denne omfatter alle offisielle og uoffisielle (andre rappor-

terte kurser) omsetningskurser med tilhørende volum, rekkefølgen på omsetningskursene, beste kjøps- og salgskurs basert på gjenstående ordre ved handelsdagens slutt, samt meldinger fra utstedere av verdipapirer. Børskurslisten oppbevares og holdes tilgjengelig for interesserte.

9.7 Teknisk organisering av kursnoteringene/markedsplassen

9.7.1 Generelt

Børsens hovedfunksjon er å være markedsplass for notering av kurser i forbindelse med budgivning og omsetning av verdipapirer. Til dette trengs det et system for organisering av markedet – slik at handel kan finne sted. Dette er blant annet beskrevet i den forrige børslovutredning (NOU 1985:33) side 60, første spalte:

> «En forutsetning for at børsen skal kunne ivareta sine oppgaver på en tilfredsstillende måte er at den har et kursnoteringssystem som sikrer at de kurser som blir fastsatt, gir korrekt uttrykk for markedets stilling. Det er først når kursnoteringssystemet gir utsagnskraftig kursveiledning, at børsen kan fremstå som en tillitsskapende institusjon. Lovgivningen og regelverket vedrørende kursnoteringsprosedyren må utformes med dette for øye.»

Organiseringen av kursnoteringene kan skje på mange måter. Tidligere hadde de fleste mindre børsene et oppropssystem – nærmest en auksjon – hvor verdipapirene ble kursnotert og eventuelt omsatt én gang pr dag, mens andre børser hadde et «gulv» hvor budgivning og omsetning skjedde mellom meglerne kontinuerlig i åpningstiden. Det finnes fortsatt enkelte «gulv» som er i funksjon blant annet på mange derivatbørser, mens det tradisjonelle oppropet praktisk talt ikke finnes lenger.

Med økende omsetning ble det også for de mindre børsene behov for å ha notering og omsetning på mer kontinuerlig basis. I dag er kontinuerlige kursnoteringssystemer nærmest enerådende innenfor børsverdenen – dog er noen kombinert med auksjoner – enten ved markedets åpning eller til faste tider under handelsdagen.

Alle moderne børser benytter i dag datateknologi som basis for et handelssystem, hvor behovet for meglernes fysiske tilstedeværelse på børsen er fjernet. Auksjonsteknikken benyttes fortsatt, men nå ved bruk av elektroniske systemer.

De fleste av dagens handelssystemer er bygget for å ivareta enkelte grunnleggende prinsipper som må gjelde for en ordnet markedsplass. Disse er:

i. Lik tilgjengelighet for aktørene
ii. Samtidig informasjonsgivning til aktørene
iii. Rettferdighet i ordrebehandling og -slutning
iv. Markedsplassens (børsens) nøytralitet i forhold til aktørene

Dette gjelder uansett om man fortsatt har en markedsplass med fysisk fremmøte av aktørene, f eks som i New York, eller man har handelssystem som fullt ut betjenes fra medlemmenes hjemmekontorer, f eks som i Stockholm og København.

Det er en viss grad av variasjon mellom de enkelte markedene hvordan disse prinsippene blir praktisert; eksempelvis er det noen steder slik at mar-

ket-makere gis fortrinn i forhold til andre aktører ved slutning av handler, mens disse i andre markeder må konkurrere på lik linje med andre aktører.

9.7.2 Handelssystem for egenkapital- og rentemarkedene

Oslo Børs skal overføre kursnoteringene og handel til et nytt elektronisk handelssystem for egenkapitalinstrumenter tidlig i 1999. All handel og kommunikasjon mellom børsmedlemmene vil da foregå gjennom handelssystemet. Gjennom systemet skal motparter med henholdsvis kjøps- og salgordre kobles automatisk sammen til avtaleslutning etter nærmere bestemte prioriteringsregler. Børsmedlemmenes deltagelse i kursnoteringen vil være desentralisert gjennom elektroniske terminaler på medlemmenes hjemmekontorer. Dette vil åpne for at også utenlandske børsmedlemmer kan delta i kursnoteringene som fjernmedlemmer.

Oslo Børs har inntil det nye systemet introduseres et handelsstøttesystem fra 1988. Systemet er et data-støttet informasjonssystem – hvor børsrepresentantene må avtale hver enkelt omsetning seg imellom enten pr telefon eller ved annen kontakt og deretter registrere/bekrefte handelen elektronisk i handelsstøttesystemet. For egenkapitalmarkedet må børsrepresentantene da benytte handelssystemet fra sitt eget kontor på Oslo Børs, som utelukker at børsen kan ha såkalte fjernmedlemmer.

For rentemarkedet vil fortsatt handelsstøttesystemet fra 1988 bli brukt noen tid fremover, dog slik at børsmedlemmenes deltagelse i de siste årene har foregått gjennom utplasserte elektroniske terminaler og telefon på hjemmekontorer. Oslo Børs har planlagt å utvide bruken av det nye handelssystemet for egenkapitalinstrumenter til også å omfatte obligasjoner, i løpet av 1999.

9.7.3 Handelssystem for derivater

Oslo Børs startet handel med standardiserte aksjederivater i mai 1990. Markedsplassen ble bygget opp rundt en såkalt block-order desk på Oslo Børs, hvor børsansatte noteringsledere mottok telefoniske ordre fra børsmedlemmene, noterte disse på tavler og søkte å koble sammen ordre til handler. De beste kjøps- og salgskursene ble registrert i Oslo Børs' ordinære handelssystem, som ble benyttet for informasjonsspredning til børsmedlemmene, VPS, NOS og informasjonsdistributørene.

For å bygge opp og vedlikeholde likviditeten i dette markedet, ble det allerede fra begynnelsen etablert market-maker ordninger, hvor enkelte børsmedlemmer påtok seg å kontinuerlig stille bindende kjøps- og salgskurser i enkelte papirer.

«Block-order»- metoden for handel var relativt rimelig og enkel, men hadde endel praktiske svakheter (blant annet høy feilfrekvens), samtidig som det ble en flaskehals for omsetningen ved høyt volum. I 1995 vedtok Oslo Børs å innlede et samarbeid med den svenske derivatbørsen OM Stockholm AB – med sikte på å få tilgang til OM's handelssystem kalt «OMex», samtidig som børsen ville innlede et utvidet markedsmessig samarbeide med OM Stockholm og OMLX the London Securities and Derivatives Exchange, som begge eies av OMgruppen AB. Det vises til omtale av samarbeidet med de to andre børsene i *"LEC Samarbeidet"* i kapittel 8.11. Etter et omfattende prosjekt, som medførte store tekniske forandringer hos såvel Oslo Børs, VPS, NOS og norske meglere – ble OMex tatt i bruk i februar 1997.

OMex er et elektronisk handelssystem – hvor all kommunikasjon mot markedsplassen kan foregå enten direkte fra børsmedlemmets handelsterminal utplassert på medlemmets hjemmekontor eller via telefon til Oslo Børs som gjennom en såkalt Market Place Support (MPS), blant annet forestår registrering i systemet og kontakt med motparter.

Gjennom samarbeidet med OM kan medlemmer på Oslo Børs delta direkte fra sin egen terminal i handelen på OM Stockholm og OMLX i London, samtidig som de to andre børsenes medlemmer kan delta i derivathandelen på Oslo Børs.

9.7.4 Børsens informasjonssystem

En viktig børsoppgave er å spre kontinuerlig informasjon om aktiviteten i markedet og nyheter om selskapene. Dette gjøres gjennom børsens informasjonssystem. Spredningen av børsinformasjonen går gjennom to kanaler. Den ene kanalen er selve handelssystemet som er reservert for medlemmene av Oslo Børs. Den andre kanalen er elektronisk kursinformasjon som primært blir levert til informasjonsdistributører, jf *"Informasjonsdistributører"* i kapittel 8.6.4, for videre distribusjon til resten av markedet.

Kursinformasjonen viser blant annet alle omsetningene som er gjort av medlemmer på børsen med tilhørende pris og volum. I tillegg gir den blant annet informasjon om kjøper- og selgerkurser, indekser og nyheter om selskapene.

I formidlingen av informasjon om selskapene utover den rene kursinformasjon, er børsen bare en av flere kanaler. Børsens informasjonssystem vil vanligvis bare gi sammendrag av meldinger fra de børsnoterte selskapene. For fullstendig informasjon henvises det gjerne til selskapets egen pressemelding. Det følger imidlertid av børsforskriften at all kursrelevant informasjon skal sendes børsen og offentliggjøres i informasjonssystemet før den formidles gjennom andre kanaler.

I handelssystemet foregår all informasjonsutveksling umiddelbart, d v s i realtid. Kursinformasjonen distribueres i dag hovedsakelig etter tre forskjellige tidsmodeller: Realtidsinformasjon, 15 minutters forsinkelse og informasjon ved handledagens slutt. Aktive investorer med store porteføljer vil typisk ha behov for mest mulig oppdatert markedsinformasjon. Realtidsinformasjonen retter seg derfor mot det profesjonelle investormarked i inn- og utland. Det er ingen begrensning i hvem som kan motta kursinformasjonen, utover at realtidsinformasjon koster mer enn informasjon med tidsforsinkelse.

9.8 Børsmedlemskap – regler for gjennomføring av kursnoteringen

9.8.1 Generelt

Etter børsloven § 4-6 første ledd skal kursnoteringene skje etter utfyllende regler fastsatt av børsstyret. Børsstyret skal også sørge for at kursnoteringene skjer i overensstemmelse med lov og kravene til god forretningsskikk, jf § 4-5 annet ledd. Kursnoteringene ledes og kontrolleres av børsdirektøren eller den han bemyndiger. Børsdirektøren avgjør med bindende virkning alle tvister som oppstår under notering og kan beslutte at kurser som ikke gir uttrykk for den aktuelle markedsverdi ikke skal godtas. Avgjørelsen kan ikke påklages.

Finansdepartementet kan i ekstraordinære situasjoner vedta at all handel og notering ved børsen skal suspenderes, jf § 4-12. Såvidt mulig skal børssty-

rets uttalelse innhentes før beslutning fattes. I tilfelle hvor departementets vedtak ikke kan avventes, kan børsstyret treffe slik avgjørelse.

I henhold til børsens handelsregler for egenkapitalinstrumenter kan børsen i særlige tilfeller beslutte at det innføres børspause for ett eller flere egenkapitalinstrumenter. Børspause kan innføres i forbindelse med offentliggjøring av meldinger i handelssystemet, i forbindelse med unormal kursutvikling eller andre hendelser. Virkningen av handelspause er blant annet at automatiske slutninger av avtaler i det eller de instrumenter opphører, at børsmedlemmer ikke er bundet av tidligere innlagte ordre, og at børsmedlemmer ikke kan registrere nye ordre.

9.8.2 Børsmedlemskap

Deltagelse i kursnotering og handel med finansielle instrumenter på børsen kan bare skje gjennom børsmedlem ved godkjent børsrepresentant. Børsstyret kan bestemme at også andre kan delta i kursnoteringene for særlige typer finansielle instrumenter og kan gi nærmere regler om hvilke krav som skal stilles til deltagerne, jf børsloven § 4-1.

Børsmedlemskap er i utgangspunktet åpent for verdipapirforetak som i henhold til verdipapirhandelloven kan yte investeringstjenester i Norge, jf børsloven § 3-1. Disse kan være norske eller utenlandske foretak, jf verdipapirhandelloven kapittel 7. Børsstyrets vedtak kan omfatte retten til å delta i kursnoteringen for alle eller ett eller flere av de verdipapirer som kursnoteres på børsen. Søknad om medlemskap avgjøres av børsstyret. I praksis innvilges medlemskap for alle markeder eller begrenset til henholdsvis egenkapitalmarkedet, obligasjonsmarkedet og derivatmarkedet.

Børsstyret kan nekte å godkjenne et foretak som børsmedlem «blant annet dersom foretaket, dets ansatte eller tillitsvalgte eller foretakets eiere har opptrådt i strid med lov, forskrifter og øvrig regelverk for handel med eller tegning av verdipapirer i eller for øvrig i strid med god forretningsskikk», jf børsforskriften § 11-1 fjerde ledd.

Med hjemmel i børsloven § 3-5 åpner børsforskriften for at det innvilges medlemskap for andre enn verdipapirforetak begrenset til det å være markedmaker, jf § 11-2, og til bestemte verdipapirer, jf § 11-3.

Børsmedlemmer må delta regelmessig i kursnoteringene, dog slik at børsstyret kan gjøre unntak fra dette, jf børsloven 3-1 annet ledd.

Børsloven og børsforskriften inneholder dessuten regler om godkjennelse av de børsmedlemmenes børsrepresentanter. Godkjennelsen kan tilbakekalles og suspenderes, jf børsloven § 3-3 annet ledd.

Hvis et børsmedlem ikke lenger tilfredsstiller vilkårene for tillatelse som verdipapirforetak, opphører børsmedlemskapet, jf børsloven § 3-2. Børsstyret kan dessuten beslutte at medlemskapet 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». På samme vilkår kan medlemmet suspenderes eller gis advarsel.

9.8.3 Handelsregler for egenkapitalmarkedet

Fra og med oppstart av Oslo Børs' nye handelssystem i begynnelsen av 1999 vil de handelsregler som er beskrevet i det følgende gjelde. Handelsdagen er delt inn i to perioder – en såkalt «før børs periode» og en periode med «kon-

tinuerlig omsetning». I «før børs perioden» har børsmedlemmene anledning til å vurdere markedet og de ordre som er registrert. Basert på de ordre som er registrert, vil det beregnes en teoretisk omsetningskurs. Børsmedlemmet kan endre eller trekke registrerte ordre tilbake på ethvert tidspunkt i perioden. På slutten av «før børs perioden» vil ordre som er registrert kobles, og være gjenstand for automatisk slutning etter nærmere angitte prinsipper. Ordre som ikke sluttes i denne perioden vil «overføres» til perioden «kontinuerlig omsetning».

I perioden «kontinuerlig omsetning» vil ordre som registreres prioriteres i bestemt rekkefølge i ordreboken. Ordre med best kurs gis best prioritet. Er det flere ordre med samme kurs, vil de prioriteres etter tidspunktet for registrering. Det kan knyttes bestemte spesifikasjoner til den enkelte ordre, som skjult volum, angivelse av gyldighetsperiode m v. Ordre med tilhørende volum og pris registreres i børsmedlemmets navn, med en brukeridentitet som viser hvilken børsrepresentant som har registrert ordren.

Kjøps- og salgsordre i handelssystemet som har like eller kryssende kurser, vil kobles og sluttes automatisk uten de involverte børsmedlemmers ytterligere aksept. Ordre registrert på odd-lot tavlen gis prioritet etter tidspunkt for registrering og vil kun sluttes til sist omsatte pris på hovedtavlen.

Børsmedlemmene kan også inngå avtale om kjøp og salg direkte, og skal i slike tilfeller registrere og bekrefte den avtalte omsetningen.

I handelssystemene vil det fremkomme informasjon om samtlige omsetninger med volum og pris. Hvem som er parter i handelen vil kun være tilgjengelig for de medlemmer som er part i avtalen.

Handler som børsmedlemmer foretar i børsens åpningstid utenom børs, enten et børsmedlem er motpart eller ikke, skal foretas til en kurs som ligger på eller i intervallet mellom det som betegnes som offisiell kjøpskurs og offisiell salgskurs.

9.8.4 Handelsregler for rentemarkedet

Børsens handelssystem åpner for handel i rentemarkedet kl. 9:00 og stenger kl. 16:00.

Kursnoteringene består av informasjon om inngåtte avtaler (omsetning) og ordre. Til forskjell fra egenkapitalmarkedet er imidlertid ordre som stilles i handelsstøttesystemet for obligasjoner og rentefutures, indikative og ikke bindende. Børsmedlemmene skal imidlertid på forespørsel fra andre medlemmer også stille bindende priser.

Omsetning som foretas over børs skal i utgangspunktet rapporteres umiddelbart. Handler på 100 millioner kr eller mer, eller som utgjør minimum10 prosent av utestående i et enkelt lån, kan kreves unntatt fra regelen om offentliggjøring. Disse transaksjonene vil bli offentliggjort én time etter at de er blitt registrert. I særskilte tilfelle og etter anmodning til børsen, vil transaksjonene kunne offentliggjøres først umiddelbart før børshandelen for obligasjoner stenger samme dag. Obligasjonshandelen foregår ved at meglerne legger inn ordre basert på kurs, d v s i prosent av pålydende beløp. Sertifikater blir imidlertid handlet på effektiv rente.

9.8.5 Handelsregler for derivater

Handelen med aksje- og aksjeindeksderivatkontrakter utføres over OM's elektroniske markedsplass (EMP) eller over den manuelle markedsplass-service (MPS).

EMP er det elektroniske handelssystemet i LEC-samarbeidet, se nærmere i *"LEC Samarbeidet"* i kapittel 8.11. Børsmedlemmer ved Oslo Børs og samarbeidende børser og som har elektronisk tilkobling til EMP, kan registrere ordre i EMP for automatisk prioritering og utføring av slutninger. Et slikt børsmedlem kan i tillegg registrere handel utenom børs i EMP.

MPS er Oslo Børs' telefonbaserte handelssystem i LEC-samarbeidet, som opptrer koordinert med tilsvarende handelssystemer ved samarbeidende børser. Børsmedlemmer kan melde inn interesser til MPS for prioritering og utføring av slutninger samt melde inn ordre som registreres på vegne av børsmedlemmet i EMP. Et børsmedlem kan i tillegg innmelde handel utenom børs til MPS.

Prioritering skaper grunnlag for utføring av automatisk slutning i EMP. Prioritering mellom flere ordre skjer etter beste kurs, herunder beste nettokurs for kombinasjonsordre. En kombinasjonsordre er en ordre bestående av en sammensetning av flere ulike instrumenter. Gjelder flere ordre samme kurs prioriteres den ordre som har tidligst registreringstid. Handel skjer automatisk i EMP når korresponderende kjøps- og salgsordre foreligger.

Et børsmedlem med elektronisk tilkobling til EMP mottar elektronisk bekreftelse i EMP straks slutningen er gjennomført. Et børsmedlem uten slik tilkobling mottar bekreftelse som slutningsinformasjon. Opplysninger om registrerte slutninger overføres dessuten automatisk til VPS for registrering og NOS for clearing og oppgjør.

9.9 Oppgjørs- og clearingfunksjoner

Oppgjør av handler av egenkapital og låneinstrumenter over børs gjennomføres av verdipapirforetakene og Verdipapirsentralen. For handel i børsnoterte derivater der verdipapirforetak medvirker skal det benyttes oppgjørssentral (clearing), jf verdipapirhandelloven § 9-4 og reglene i derivatregelverket. Det vises til beskrivelsen av verdipapirkjeden i *"Nåværende verdipapirmarkedsstruktur i Norge"* i kapittel 7.

9.10 Utstedernes informasjonsplikt

9.10.1 Generelt

Utstedernes informasjonsplikt overfor børsen og derved markedet er et av de vesentligste elementer i den børsrettslige regulering. Markedets verdsettelse av noterte verdipapirer er avhengig av utsteders inntjening og verdier og av den innflytelse eieren har på utstederens forhold. Relevante og troverdige opplysninger om en utsteders økonomiske og forretningsmessige forhold og om rettigheter knyttet til det enkelte verdipapir, utgjør derfor en vesentlig del av grunnlaget for investorens beslutning om kjøp eller salg av verdipapiret. I tillegg til investorbeskyttelsen er informasjonsplikten avgjørende for prisdannelsen ved at investorene har mest mulig lik informasjon («level playing field») og kan prissette verdipapirene ut fra reelle forhold og ikke spekulasjoner. Disse forhold er avgjørende for markedets tillit til markedsplassen.

Børsen kontrollerer at informasjonsplikten etterleves i størst mulig grad, både gjennom veiledning overfor utstedere, og gjennom oppfølgning av overtredelser. Børsen fører både kontroll med at informasjon faktisk blir gitt, at det blir gitt til riktig tidspunkt, og at innholdet er i samsvar med reglene. Under dette fører blant annet børsen en viss kontroll med foretakenes regnskaper, jf *"Regnskapsrapportering"* i kapittel 9.10.3.

Utstedere av børsnoterte verdipapirer plikter å gi markedet informasjon etter nærmere regler i børsloven og børsforskriften. Informasjonsplikten kan inndeles i tre: løpende informasjon, regnskapsrapportering og prospekter.

9.10.2 Løpende informasjonsplikt

Hovedregelen om løpende informasjonsplikt følger av børsloven § 4-7, der det heter at foretak hvis finansielle instrumenter er notert på børsen plikter å gi opplysninger av betydning for en riktig vurdering av verdipapirene. Bestemmelsen er gjennom børsforskriften og børsklagenemndens praksis gitt et mer presist innhold. Etter børsforskriften § 5-2 første ledd og § 10-2 første ledd skal selskapet uoppfordret og umiddelbart gi børsen opplysninger 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 dette har betydning for kursen eller ikke. Dette gjelder for eksempel forslag og vedtak i selskapsorganer om utbytte, fusjon, fisjon, forhøyelse eller nedsettelse av aksjekapitalen, endringer i styresammensetning m m. Den løpende informasjonsplikt oppfylles ved at selskapet uoppfordret og umiddelbart gir skriftlig informasjon til børsen, hvoretter børsen offentliggjør opplysningene. Offentliggjøring skjer gjennom børsens handelssystem, jf *"Børsens informasjonssystem"* i kapittel 9.7.4. Utenfor børsens åpningstid, når børsen ikke kan formidle opplysningene, er det tilstrekkelig at opplysningene gis før børsen igjen åpner.

I spesielle tilfelle og når særlige grunner taler for det, kan foretaket gi slike opplysninger bare til børsstyrets leder, børsdirektøren eller børsdirektørens stedfortreder, og kan pålegge disse taushetsplikt slik at opplysningene ikke kan offentliggjøres. Børsdirektøren kan, i samråd med børsstyrets leder eller nestleder utfra en helhetlig vurdering hvor det tas hensyn til opplysningens kurspåvirkende karakter og markedets behov for opplysningene og foretakets behov for taushetsplikt, beslutte at opplysningene skal offentliggjøres på tross av pålegget om taushetsplikt, se børsforskriften § 23-2. Foretaket skal informeres om slikt vedtak forut for offentliggjøring. Opplysninger som er fortrolige eller hemmelige av hensyn til rikets sikkerhet, forhold til fremmede stater eller landets forsvar, kan ikke offentliggjøres av børsen.

Opplysninger fra utsteder som offentliggjøres ved andre børser hvor selskapets verdipapirer er notert, skal senest samtidig sendes til børsen. Alle meldinger til aksjonærer og obligasjonseierne skal også sendes børsen.

Brudd på informasjonsplikten kan være straffbar etter børsloven § 6-1 og kan sanksjoneres med overtredelsesgebyr etter § 6-3, jf børsforskriften 25-5.

9.10.3 Regnskapsrapportering

Selskap med børsnoterte aksjer skal i tillegg til årsoppgjør offentliggjøre delårsrapport for regnskapsårets første seks måneder eller for hvert av de tre første kvartaler. I praksis aksepteres også tertialrapportering. Rapporteringen skal gjøres i henhold til regnskapslovgivningen, regnskapsregler fastsatt i

medhold av kredittilsynsloven, god regnskapsskikk og bestemmelser fastsatt i børsforskriften. Styrets forslag til årsoppgjør skal vedtas innen tre måneder etter regnskapsårets utgang og styrets delårsrapporter skal vedtas innen to måneder etter periodens utløp, og skal umiddelbart sendes børsen. Børsen skal offentliggjøre meldingen i sitt informasjonssystem. Selskap med børsnoterte aksjer skal dessuten sende årsoppgjør, revisjonsberetning samt bedriftsforsamlingens eller representantskapets uttalelse til hver aksjonær senest én uke før generalforsamlingen. For låntagere med børsnoterte lån gjelder reglene om årsoppgjør og delårsrapporter tilsvarende så langt de passer.

9.10.4 Prospektkrav

Foretak med børsnoterte aksjer skal i henhold til børsforskriften som hovedregel utarbeide prospekt ved fusjon med annet selskap, visse kapitalforhøyelser, ved fisjon og ved opptak til notering. Oppstår det plikt til å utarbeide prospekt etter flere regler samtidig, kan som regel ett prospekt anvendes.

Plikten til å utarbeide fusjonsprospekt gjelder ikke hvor selskapet innfusjonerer et heleiet datterselskap. Børsen kan også frita for plikten hvor ett av de fusjonerende selskapene ikke har børsnoterte aksjer og fusjonen ikke har betydning for vurderingen av de børsnoterte aksjer eller andre særlige grunner for øvrig tilsier det.

Prospekt ved kapitalforhøyelser i aksjeselskaper skal som hovedregel utarbeides hvor det utstedes aksjer med pålydende verdi som tilsvarer 10 prosent eller mer av pålydende av aksjene av samme aksjeklasse som allerede er notert. Fra dette gjelder enkelte unntak som nærmere spesifisert i børsforskriften § 18-1. Plikten til å utarbeide prospekt ved kapitalforhøyelser gjelder i prinsippet i tillegg til den plikt som gjelder ved offentlig innbydelser til tegning, jf nedenfor 9.12.1, men i praksis utarbeides gjerne ett prospekt som tilfredsstiller vilkårene i begge bestemmelser.

Også ved fisjoner kan børsen frita for plikten til å utarbeide prospekt når fisjonen ikke har betydning for vurderingen av de børsnoterte aksjer eller når særlige grunner for øvrig tilsier det.

Prospektene skal opplyse om alle forhold som, avhengig av særlige forhold hos utsteder, er nødvendig for at investorene og deres investeringsrådgivere skal kunne foreta en velfundert vurdering av aksjene.

Børsforskriften inneholder nærmere regler om hvilke opplysninger de ulike typer prospekt skal inneholde.

Prospektet skal offentliggjøres ved at det stilles vederlagsfritt til disposisjon for allmennheten på selskapets forretningskontor på børsen, ved samtlige verdipapirforetak og på andre måter som børsen fastsetter. I tillegg skal enten det fullstendige prospektet eller en melding om hvor allmennheten kan skaffe seg prospektet innrykkes i en riksdekkende avis så raskt som mulig. Ved fusjon og fisjon skal prospektet sendes samtlige aksjonærer.

Børsen skal kontrollere at prospekt er utarbeidet i henhold til reglene i børsforskriften, og skal senest en uke etter at endelig prospekt og annet tegningsmateriale er mottatt, avslutte kontrollen og gi skriftlig meddelelse til selskapet om resultatet. Børsforskriften inneholder samordningsregler om at prospekt som er godkjent av kompetent myndighet i annen EØS-stat, skal godkjennes som introduksjons- eller kapitalforhøyelsesprospekt.

Låntagerne plikter å utarbeide prospekt i forbindelse med søknad om børsnotering av lån og ved utvidelse av børsnoterte lån. Krav til prospekt

gjelder likevel ikke lån som utstedes av en EØS-stat. Børsforskriften inneholder nærmere regler om hvilke opplysninger som skal gis i prospektet. For øvrig gjelder samme regler som for aksjer, for såvidt gjelder børsens kontroll, godkjennelse av prospekt underlagt kontroll i annen EØS-stat og offentliggjøring av prospekt.

9.11 Opplysningsplikt etter krav fra børsen

Børsen kan kreve at foretak hvis verdipapirer er notert på børsen og verdipapirforetak, uten hinder av taushetsplikt, skal gi slike opplysninger som er nødvendig for at børsen skal oppfylle sine plikter etter børsloven og annen lovgivning, jf børsloven § 4-8. Opplysningsplikten gjelder tilsvarende for ansatte i slike foretak. Brudd på opplysningsplikten er straffesanksjoner etter børsloven § 6-1, i tillegg til at børsen kan ilegge løpende mulkt etter § 6-2. Børsen kan også kreve opplysninger fra verdipapirforetak, selskap og personer som kan ha betydning for spørsmål om tilbudsplikt, jf verdipapirhandelloven § 12-6.

9.12 Andre kontroll- og tilsynsoppgaver

9.12.1 Prospektkontroll ved offentlige tilbud

Etter verdipapirhandelloven kapittel 5 er børsen tillagt kontroll med prospekter som skal utarbeides i henhold til nevnte kapittel. Slike prospekter skal utarbeides 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 ECU. Tilsvarende gjelder ved førstegangstilbud om kjøp av omsettelige verdipapirer som ikke er børsnoterte eller har vært børsnotert i mindre enn 3 måneder og det tidligere ikke er utarbeidet prospekt. Fra bestemmelsen er det enkelte unntak, blant annet for tilbud som fremsettes overfor profesjonelle investorer, obligasjoner utstedt av EØS-stat og tilbud som retter seg mot utsteders ansatte til særlig gunstige betingelser. Børsen kan gjøre unntak fra reglene ved tilbud som tar sikte på å skaffe til veie midler til ideelle formål og ved visse typer obligasjoner.

Verdipapirhandelloven gir sammen med forskrifter regler om hvilke opplysninger prospekt skal inneholde. Det vises til verdipapirhandelloven § 5-5 og Finansdepartementets forskrift av 7. november 1997 om krav til opplysninger i prospekt ved offentlig tilbud om tegning eller kjøp av omsettelige verdipapirer.

Børsen fører forhåndskontroll med tilbud som gjelder verdipapirer som er eller søkes børsnotert, jf verdipapirhandelloven § 5-7. Børsen skal påse at prospektet inneholder de opplysningene som kreves etter lov eller forskrift. I praksis forelegges børsen utkast til prospekter, og gir tilbakemelding om mangler før prospektet ferdigstilles. Børsen kan nedlegge forbud mot at tilbudet gjennomføres dersom børsen finner at prospektet eller tegningsmaterialet, inneholder villedende eller ufullstendige opplysninger eller hvis reglene i verdipapirhandelloven kapittel 5 for øvrig ikke er fulgt. Børsen kan også nedlegge forbud dersom den anser det ulovlig å gjennomføre tilbudet etter annen lov eller forskrift. I prinsippet betyr dette at børsen kan kontrollere det rettslige grunnlaget for utstedelse av verdipapirene, for eksempel at et aksjerettslig vedtak er gyldig. Børsen har imidlertid ikke samme plikt til å føre kontroll

med slike forhold som at prospektet inneholder de opplysninger som kreves. Ved avgjørelse av om det skal nedlegges forbud kan det tas hensyn til forhold som inntreffer etter at tilbudet er fremsatt. Dersom en aksjeemisjon ikke kan registreres, skal Foretaksregisteret underrettes straks. Forbud mot gjennomføring av tilbud er et enkeltvedtak som kan påklages.

Dersom prospekt, annonser m v inneholder villedende eller ufullstendige opplysninger om forhold som må tillegges vekt ved bedømmelse av spørsmålet om å akseptere tilbudet, er aksept av tilbudet ikke bindende. Hver av partene kan forelegge spørsmålet for børsen til avgjørelse. Innsigelse om at tegning av aksjer ikke er bindende, kan ikke fremsettes etter at den nye aksjekapitalen er registrert. Innsigelse om at annen tegning eller kjøp ikke er bindende, må fremsettes uten ugrunnet opphold. Blir slik innsigelse fremsatt skal selskapet straks underrette børsen.

Den som fremsetter tilbudet skal sende prospektet til børsen for kontroll senest én uke før tilbudet fremsettes. Børsen skal så snart som mulig gjennomføre kontrollen og meddele tilbyder resultatet av denne. Børsen kan meddele tilbyder at den ikke har innvendinger mot de innsendte dokumentene. Meddelelsen innebærer ingen godkjennelse av dokumentene, og er ikke til hinder for at børsen senere nedlegger forbud. Børsen kan også etter anmodning fra tilbyder, gjennomføre kontroll av prospekt selv om det ikke foreligger plikt til dette. Børsen plikter å oppbevare innsendte dokumenter i 10 år. For tilbud som fremsettes samtidig eller i flere EØS-stater samtidig, er det fastsatt nærmere regler om anerkjennelse av kontroll utført i annen stat.

I tilbud som gjelder verdipapirer som ikke er eller søkes børsnotert, skal prospektet sendes børsen for registrering, jf verdipapirhandelloven § 5-8. Etter forarbeidene (NOU 1996:2 side 155) antas det tilstrekkelig i slike tilfeller at børsen oppbevarer prospektet på betryggende måte, uten at det foretas noen omfattende form for kontroll med prospektets innhold. Verdipapirhandellovutvalget antok at børsen vil gjøre markedet oppmerksom på eventuelle åpenbare mangler eller feil i prospektene. I praksis offentliggjør børsen på sine internettsider hvilke prospekter som er registrert.

Børsen kan kreve gebyr av tilbyder til dekning av utgifter ved kontroll og registrering av prospekt, jf verdipapirhandelloven § 5-9.

9.12.2 Flagging av erverv av større aksjeposter og rettigheter til aksjer

Erververe av aksjer eller rettigheter til aksjer som er notert på norsk børs skal melde ervervet til børsen når andelen av aksjer og/eller rettigheter til aksjer når opp til eller passerer 1/10, 1/5, 1/3, 1/2, 2/3 eller 9/10 av aksjekapitalen eller tilsvarende andel av stemmene i selskapet. Tilsvarende gjelder for den som ved avhendelse endrer sin andel av aksjer slik at andelen reduseres til eller passerer de fastsatte grensene. Ervererer eller avhenderen skal medregne aksjer som eies eller erverves av dennes nærstående. Flaggemelding etter reglene i verdipapirhandelloven §§ 3-2 og 3-3 skal gis til børsen straks avtale om erverv eller avhendelse er inngått, og børsen skal offentliggjøre meldingen. Loven inneholder nærmere krav til meldingens innhold.

Børsen skal i tillegg til å formidle flaggemeldingene føre kontroll med at flaggeplikten overholdes. Dette gjøres blant annet gjennom rutinemessig kontroll av utskrifter fra aksjonærregisteret i VPS. Dersom børsen avdekker brudd på flaggeplikten eller mistanke om dette, anmelder børsen forholdet til påtalemyndigheten dersom den finner tilstrekkelig grunn til det. Overtredelse

av flaggeplikten er straffesanksjonert i henhold til verdipapirhandelloven § 14-3.

9.12.3 Tilbudsplikt og frivillige tilbud

Børsen er tillagt tilsyn og kontroll med overholdelse av reglene i verdipapirhandelloven kapittel 4 om tilbudsplikt og frivillige tilbud om oppkjøp av aksjer, og er i den forbindelse tillagt vedtakskompetanse i ulike sammenhenger.

Tilbudspliktig blir den aksjonær som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 40 prosent av stemmene i et norsk børsnotert selskap. Denne plikter da å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet eller foreta salg av den del av aksjene som overstiger grensen på 40 prosent. Det vises til nærmere beskrivelse av reglene i verdipapirhandelloven kapittel 4.

Endel av bestemmelsene om tilbudsplikt får tilsvarende anvendelse ved frivillig tilbud som kan medføre at tilbudsplikt inntrer hvis tilbudet aksepteres av dem som kan benytte det. Dette gjelder ikke ved tilbud som rettes særskilt til enkelte aksjeeiere med mindre tilbudet fremsettes samtidig eller i sammenheng og har samme innhold.

Når tilbudsplikt inntrer, skal den tilbudspliktige straks gi melding om dette til børsen, som skal offentliggjøre meldingen. Dersom det ikke gis melding eller tilbudsplikten på annen måte bestrides, skal børsen treffe vedtak «vedrørende de spørsmål saken reiser», jf verdipapirhandelloven § 4-8. Tilbudet og tilbudsdokumentet skal godkjennes av børsen før tilbudet fremsettes eller offentliggjøres. Før tilbudsperiodens utløp, kan tilbyderen fremsette nytt tilbud dersom tilbudet blir godkjent av børsen. Børsen kan også kreve gebyr av tilbyder til dekning av utgifter ved godkjenning.

Børsen er gitt enkeltvedtakskompetanse til i særlige tilfelle å pålegge tilbudsplikt selv om dette etter hovedregelen er unntatt etter særlige regler om arv, gave, vederlag ved skifte og vederlag ved fusjon eller fisjon av aksjeselskap. Overfor finansinstitusjon som i visse situasjoner er unntatt tilbudsplikten, kan børsen pålegge plikt til å fremsette tilbud eller foreta nedsalg. Børsen kan videre gjøre unntak fra reglene i verdipapirhandelloven kapittel 4 hvis selskapets aksjer er notert på flere børser. Børsen avgjør om det skal foretas identifikasjon av en aksjeeiers egne aksjer og aksjer som eies av dennes nærstående.

Dersom det ikke er fremmet tilbud og fristen for nedsalg overskrides, kan børsen selge aksjene etter reglene om tvangssalg. Børsen kan også kreve opplysninger fra verdipapirforetak og fra selskap og personer som kan ha betydning for spørsmålet om tilbudsplikt. Ved tilsidesettelse av opplysningsplikten, kan børsen ilegge en daglig mulkt som påløper inntil forholdet er rettet.

9.12.4 Meldeplikt for tillitsvalgte og ansatte i utstederselskaper

Styremedlemmer, medlem av kontrollkomité og revisor samt ledende ansatte i selskap med børsnoterte aksjer skal gi børsen melding om kjøp, salg eller tegning av aksjer utstedt av selskapet eller selskaper i samme konsern samt visse rettigheter til slike aksjer. Det samme gjelder selskapets handel med egne aksjer. Videre gjelder meldeplikten for foretak som eier børsnoterte aksjer og som på grunn av eierskapet er representert i vedkommende foretaks styre. Melding skal sendes børsen senest innen børsåpning dagen etter at kjøp, salg eller tegning har funnet sted og børsen skal offentliggjøre meldin-

gen. Meldeplikten omfatter også handler foretatt av vedkommendes nærstående.

Formålet med meldeplikten er å kontrollere og forebygge ulovlig innsidehandel. I tillegg vil informasjon om tillitsvalgtes og ansattes handel kunne være kurssensitiv informasjon av interesse for øvrige markedsaktører.

Selskapet skal sende oversikt over personer som er omfattet av meldeplikten til børsen. Loven inneholder en nærmere angivelse av hva meldingen skal inneholde.

Børsen har tilsyn med at meldeplikten overholdes, og foretar kontroller i aksjeeieregisteret i VPS. Børsen veileder rutinemessig nye børsnoterte foretak slik at de kan etablere rutiner for meldeplikt. Overtredelse av reglene er straffesanksjonert etter verdipapirhandelloven § 14-3.

9.12.5 God forretningsskikk, god børsski kk mv

Etter verdipapirhandelloven skal ingen benytte urimelige forretningsmetoder ved handel i finansielle instrumenter, jf § 2-5. 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. Verdipapirforetak skal utøve sin virksomhet i samsvar med de vilkår som er satt for tillatelsen til å drive virksomhet, øvrige bestemmelsen som gjelder for utøvelsen av dets virksomhet samt god forretningsskikk. Det skal dessuten ivaretas god forretningsskikk i egenhandel etter nærmere bestemmelser i § 9-3.

Tilsynet med handelen i finansielle instrumenter og med overholdelsen av lovgivningen om verdipapirhandelen forestås av Finansdepartementet, jf verdipapirhandelloven § 12-1. Tilsyn med verdipapirforetaks og oppgjørssentralers virksomhet, samt med overholdelse av verdipapirhandellovens bestemmelser, skal føres av Kredittilsynet. 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 verdipapirhandelloven, skal dette meddeles Kredittilsynet, jf § 12-1 tredje ledd. Som del av børsens medvirkning i myndighetenes tilsyn med verdipapirhandelen, jf børsloven § 1-5 og verdipapirhandelloven § 12-1 tredje ledd, vil børsen også kunne foreta undersøkelser og rapportere om eventuelle overtredelser av disse reglene. Dessuten har børsen etter børsloven § 4-5 annet ledd et selvstendig ansvar for å sørge for at kursnoteringene skjer i overensstemmelse med lov og kravene til god forretningsskikk.

Foretak med børsnoterte verdipapirer, børsmedlemmer og børsrepresentanter skal i henhold til børsforskriften § 22-1 følge god børsskikk. God børsskikk er en rettslig standard innført med børsforskriften av 1994, og hvis innhold kan utformes gjennomo vedtak og anbefalinger gitt av børsen og børsklagenemnden. Børsen har med hjemmel i bestemmelsen ved flere anledninger antatt at brudd på aksjerettslig regler om innkalling til generalforsamling i børsnoterte foretak kan være brudd på god børsskikk. Børsen har også vurdert børsmedlemmers adferd i forbindelse med emisjoner i børsnoterte foretak i forhold til bestemmelsen.

9.12.6 Likebehandling

Foretak som har utstedt børsnoterte verdipapirer skal likebehandle innehaverne av dets verdipapirer, jf børsforskriften § 23-8, ved at de ikke må utsette innehaverne av disse verdipapirene for forskjellsbehandling som ikke er saklig begrunnet utfra foretakets eller verdipapireiernes felles interesse. Selskapet må heller ikke treffe tiltak i forbindelse med omsetning eller utstedelse av verdipapirer i foretaket som er egnet til å gi selskapets styrende organer, tillitsvalgte eller ledende ansatte, visse verdipapireiere eller tredjemenn en urimelig fordel på andre verdipapireieres eller foretakets bekostning. Bestemmelsen tilsvarer langt på vei forbudet mot usaklig forskjellsbehandling av aksjonærer i aksjeloven og allmennaksjeloven, men gjelder altså også for andre verdipapirer.

Bestemmelsen håndheves og kontrolleres av børsen. I praksis vil børsen jevnlig kunne gi uttrykk for sin oppfatning av om en planlagt handling vil være i strid med disse reglene. Overtredelse kan sanksjoneres med overtredelsesgebyr etter børsloven § 6-3 jf børsforskriften § 25-5.

9.12.7 Selskapsrettslige og kontraktsrettslige forhold

Børsen har også et visst tilsyn med børsnoterte finansielle instrumenters rettsgrunnlag, det vil si den rettslige regulering av forholdet mellom utsteder og eier av instrumentet. For aksjer er dette i hovedsak aksjerettslige problemstillinger og for låneinstrumenter avtale- og kontraktsrett. Bakgrunnen for denne kontrollen er at børsen er avhengig av markedsaktørenes tillit til markedsplassen, blant annet ved at det finnes en viss forutberegnelighet og rettferdig behandling av aktørene. Kontrollen utføres dels i sammenheng med prospektkontroll, jf ovenfor *"Prospektkontroll ved offentlige tilbud"* i punkt 9.12.1, og i forbindelse med avgjørelser om opptak og strykning av verdipapirer. Børsen skal også kontrollere at verdipapirene er fritt omsettelige og gir like rettigheter, jf børsforskriften §§ 2-3, 2-1 og 8-3, tillitsmannsordningen for børsnoterte lån og særlige krav om utsendelse av informasjon til aksjonærene.

Både omfang av og dybde i børsens adgang og plikt til kontroll av selskaps- og kontraktsrettslige forhold er i stor grad uavklart og lite drøftet i praksis. Ut fra formålet med kontrollen er særlig forhold av betydning for aksjonærinnflytelsen og likebehandling av aksjonærer og långivere relevant, og særlig har børsen søkt å beskytte småinvestorer. Blant annet kontrolleres i noen utstrekning at innkallinger til generalforsamling er i samsvar med aksjeloven.

9.12.8 Innsidehandelsregler, handleforbud m v

Verdipapirhandelloven kapittel 2 inneholder et generelt forbud mot tegning eller handel av børsnoterte finansielle instrumenter for noen som har presise og fortrolige opplysninger om instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene vesentlig. Tillitsvalgte og ledende ansatte i foretaket, har plikt til å foreta forsvarlige undersøkelser av om det foreligger innsideopplysninger før handler i foretakets verdipapirer kan foretas. De samme personene har forbud mot å foreta tegning, kjøp, salg eller bytte av børsnoterte finansielle instrumenter utstedt av foretaket de er tilknyttet i tidsrommet to måneder før offentliggjøring av styrets forslag til årsoppgjør eller to måneder før foreløpig årsoppgjør dersom dette offentliggjøres tidligere. Slike disposisjoner kan heller

ikke foretas i tidsrommet én måned før offentliggjøring av delårsrapport. Børsen kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra handleforbudet.

Personer som på grunn av sin eierandel i utstederforetaket eller på grunn av sitt arbeid, oppdrag eller tillitsverv får kjennskap til presise og fortrolige opplysninger om foretaket av vesentlig betydning for kursen, har taushetsplikt om disse opplysningene og forbud mot å gi råd om handel vedrørende de finansielle instrumentene opplysningene gjelder. Foretaket skal føre lister over personer som mottar opplysninger som nevnt og som ikke er ansatt eller tillitsmann i foretaket. Dersom de aktuelle opplysningene skal oversendes børsen som informasjonspliktig informasjon i henhold til børsloven § 4-7, skal listen over personer vedlegges oversendelsen.

Tilsynet med innsidehandelbestemmelsene ligger i utgangspunktet hos Kredittilsynet. Børsen har som del av sitt tilsyn med markedsplassen en nærhet til kursutviklingen, og som overvåker av de børsnoterte foretakenes informasjonsplikt en nærhet til markedet, som gjør gir særlige muligheter til å oppdage mulig innsidehandel. I henhold til verdipapirhandelloven § 12-1 og samarbeidsavtalen med Kredittilsynet, jf *"Det offentliges myndighet og oppgaver vedrørende børsen"* i kapittel 8.4, skal børsen melde fra til Kredittilsynet når den har mistanke om brudd på reglene, og kan også bistå med nærmere undersøkelser.

9.12.9 Markedsmanipulasjon

Verdipapirhandelloven § 2-6 inneholder et forbud mot kursmanipulasjon. I henhold til dette må ingen søke uredelig å påvirke kursen på et finansielt instrument som er notert på norsk børs.

Tilsynet med reglene om markedsmanipulasjon tilligger i utgangspunktet Kredittilsynet, men børsen skal som deltager i myndighetenes tilsyn med verdipapirhandelen delta i dette tilsynet og også delta i undersøkelser av om brudd på bestemmelsene har forekommet.

Etter børsloven § 4-5 skal kursen på et verdipapir gi uttrykk for den aktuelle markedsverdi. Bestemmelsen må antagelig forstås som en plikt for børsen til tilstrebe at kurs- eller handelsinformasjon ikke avviker fra markedsverdi, for eksempel gjennom manipulasjon.

9.13 Sanksjoner

Etter børsloven er børsen tillagt myndighet til å ilegge nærmere angitte sanksjoner ved brudd på regelverket i børslov og børsforskriften. Børsen kan således ilegge overtredelsesgebyrer, løpende mulkt, advarsel, suspensjon og utelukkelse av børsmedlemmer, strykning av noterte instrumenter og børsen kan rapportere om overtredelser til tilsynsmyndighet og påtalemyndighet.

Overtredelsesgebyr kan ilegges foretak med børsnoterte finansielle instrumenter, børsmedlemmer og børsrepresentanter ved brudd på børsloven eller børsforskriften, jf børsloven § 6-3. Vedtak om overtredelsesgebyr fattes av børsstyret. For børsnoterte foretak kan gebyret være maksimalt 10 ganger årlig kursnoteringsavgift (i 1998 inntil ca 5,5 mill kroner). For børsmedlemmer kan gebyret maksimalt være 2 500 000 kroner for hver overtredelse og for børsrepresentanter maksimalt 100 000 kroner pr overtredelse. Gebyret tilfaller børsen.

Daglig løpende mulkt kan ilegges foretak med børsnoterte finansielle instrumenter når disse ikke oppfyller sin informasjonsplikt etter børsloven § 4-7, jf *"Utstedernes informasjonsplikt"* i kapittel 9.10 ovenfor. Dessuten kan det ilegges foretak med børsnoterte finansielle instrumenter, verdipapirforetak eller deres ansatte dersom de ikke oppfyller sin opplysningsplikt etter børsloven § 4-8, jf *"Opplysningsplikt etter krav fra børsen"* i kapittel 9.11 ovenfor, se børsloven § 6-2. Mulkten som løper inntil informasjons- eller opplysningsplikten er oppfylt, kan ilegges av børsstyret og være på maksimalt 500.000 kroner pr dag for foretak og 50 000 kroner pr dag for person. Mulkten tilfaller børsen. Børsstyret kan helt eller delvis ettergi den påløpte dagmulkt dersom særlige grunner tilsier det.

Børsmedlem som opptrer i strid med bestemmelser i lov, forskrift gitt i medhold av lov eller annet regelverk gitt i medhold av forskrifter eller på annen måte viser seg uskikket, kan av børsstyret gis en advarsel, suspenderes fra deltagelse i kursnoteringen eller få sitt børsmedlemskap opphevet. Tilsvarende sanksjoner gjelder for børsrepresentanter. Se børsloven §§ 3-2 og 3-4.

Strykning av verdipapirer som er børsnotert fra notering kan vedtas av børsstyret dersom instrumentet ikke lenger tilfredsstiller vilkårene for børsnotering eller hvis særlige grunner for øvrig tilsier det, jf børsloven § 4-10. Strykning kan ha, men har ikke nødvendigvis, sanksjonsformål. Har foretaket grovt eller vedvarende brutt bestemmelser som er fastsatt i eller i medhold av børs-, verdipapir-, aksjelovgivning eller annen lovgivning av betydning for verdipapirhandelen, skal dette således i allminnelighet anses for å være en særlig grunn som kan tilsi strykning av foretakets verdipapirer. Før det treffes vedtak, skal spørsmålet om strykning og hvilke tiltak som eventuelt kan iverksettes for å unngå strykning, drøftes med foretaket. Kan det forhold som begrunnet strykning rettes, kan børsen gi foretaket en frist til å rette forholdet eller legge frem en plan for at foretaket igjen kan oppfylle opptaksvilkårene. Ved fastsettelse av iverksettelsestidspunkt for strykning, skal det blant annet legges vekt på at innehaverne av verdipapirene får rimelig tid til å innrette seg på at verdipapirene ikke lenger vil være børsnoterte. Midlertidig strykning og suspensjon har i utgangspunktet ikke som formål å være en sanksjon. Det vises til omtale i *"Opptak til kursnotering, strykning og suspensjon"* i kapittel 9.4 ovenfor.

Endel av de regler børsen er satt til å håndheve kan straffesanksjoneres. Etter børsloven § 6-1 annet ledd er således forsettelig eller uaktsom tilsidesettelse av opplysningsplikt etter § 4-7 eller § 4-8 sanksjonert med en straferamme på bøter eller fengsel inntil ett år eller begge deler. Foreligger det særlig skjerpende omstendigheter, kan fengsel inntil tre år anvendes. Etter verdipapirhandelloven kan brudd på regler om prospektplikt, flagging, meldeplikt, god forretningsskikk, markedsmanipulasjon, innsidehandel og periodiske handleforbud sanksjoneres med straff, jf § 14-3. Børsen vil ved mistanke om overtredelse kunne rapportere dette til påtalemyndigheten i form av anmeldelse til Økokrim eller til Kredittilsynet eller Finansdepartementet der disse har forvaltningsmessig ansvar. Dels foreligger plikt til slik rapportering, jf verdipapirhandelloven § 12-1.

Ved forsømmelse av plikter etter kapittel 4 i verdipapirhandelloven om tilbudsplikt og frivillig tilbud, kan børsen ilegge foretak eller person en daglig mulkt som påløper inntil forholdet er rettet, jf verdipapirhandelloven § 14-1. Børsen avgjør mulktens størrelse og mulkten tilfaller statskassen.

Kapittel 10

Nærmere om børsens forretningsmessige drift og administrasjon

10.1 Børsens administrasjon og økonomiforvaltning – oversikt

Børsloven angir at børsstyret skal sørge for en tilfredsstillende organisering og drift av børsens virksomhet og påse at regnskap og formuesforvaltning er gjenstand for betryggende kontroll, jf § 2-7. Børsens administrasjon ledes av børsdirektøren, jf § 2-8. For øvrig har børsloven ikke særskilte bestemmelser om hvordan børsens administrasjon skal organiseres.

Oslo Børs hadde pr november 1998 86 ansatte, inkludert to deltidsansatte ved avdelingskontorene i Bergen og Trondheim og 12 ansatte i datterselskapet A/S Oslo Børs Informasjon (OBI). Administrasjonen er organisert med en ledergruppe bestående av børsdirektøren, stedfortredende børsdirektør og to direktører. Organisasjonsstrukturen er basert på seksjoner for henholdsvis markedsaktiviteter, derivater, interne aktiviteter og eksterne aktiviteter. Seksjonene er igjen inndelt i avdelinger for blant annet markedsovervåkning, markedsplass, derivater, utstederrelasjoner for henholdsvis aksjer- og obligasjoner, informasjonsteknologi, informasjon, utredningsstrategi, juridisk, markedsføring og administrative funksjoner. Antall ansatte ved Oslo Børs har vist en økning de siste ti år. Dette skyldes i hovedsak økt markedsaktivitet. Dessuten har børsen fått nye lovbestemte oppgaver gjennom verdipapirhandelloven og børsloven som blant annet har medført en sterkere fokusering på markedsplasstilsyn og informasjon fra de noterte selskapene. I de seneste år har økte krav til teknologiske systemer for handel og informasjon medført en betydelig økning av ansatte innenfor IT-relaterte områder.

Børsens økonomiforvaltning reguleres internt av skriftlige kontrollrutiner. Formålet med disse er å sikre tilfredsstillende arbeidsrutiner og fange opp eventuelle uregelmessigheter og feil. Samtidig skal rutinene sikre at Oslo Børs' midler forvaltes på en betryggende måte, at eiendeler sikres mot tap og at virksomheten drives i overensstemmelse med gjeldende lover og regler. Oversikt over resultatregnskap og balanse for Oslo Børs (med datterselskapet AS Oslo Børs Informasjon) for 1996 og 1997 fremgår av tabell 10.1 og 10.2. (Kilde: Oslo Børs' årsrapport for 1997.)

Tabell 10.1: Resultatregnskap

Tall i hele 1000	1997	1996
Driftsinntekter		
Kursnoteringsavgift	43 594	39 224
Registrerings-/emisjonsavgift	9 387	6 980
Megleravgifter	22 887	20 355
Handelsavgift opsjoner	10 341	9 036
Salgsinntekter	18 720	16 308
Andre inntekter	10 928	4 714

Tabell 10.1: Resultatregnskap

Tall i hele 1000	1997	1996
Sum driftsinntekter	115 857	4 714
Driftskostnader		
Lønn og sosiale kostnader	43 176	36 871
Honorarer	3 336	3 370
Driftskostnader	49 604	40 243
Avskrivninger	7 229	4 505
Tap på fordringer	50	
Sum driftskostnader	103 395	84 989
Driftsresultat	12 462	11 628
Finansinntekter	6 667	7 779
Finanskostnader	81	53
Finansresultat	6 586	7 726
Resultat før skattekostnad	19 048	19 354
Skattekostnad	713	621
Årsoverskudd	18 335	18 733
Overføringer		
Ovf. til akk.overskudd	18 335	18 733
Sum overføringer	18 335	18 733

Tabell 10.2: Balanse pr 31.12

Tall i hele 1000	1997	1996
Eiendeler		
Omløpsmidler		
Kasse, bank	85 682	78 626
Debitorer	9 868	1 475
Andre kortsiktige fordringer	736	102
Opptjente, ikke forfalte inntekter	3 313	6 396
Forskuddsbetalte kostnader		376
Varelager		377
Sum omløpsmidler	99 599	87 352
Anleggsmidler		
Handelssystemet	10 410	
Obligasjoner	41 237	41 658
Pensjonsmidler	2 295	1 286
Aksjer	11	10
Eiendom	6 867	7 112
Biler, inventar	3 138	3 473
EDB	12 705	14 729

Tabell 10.2: Balanse pr 31.12

Tall i hele 1000	1997	1996
Lån ansatte	617	655
Andre langsiktige fordringer	1 350	1 350
Sum anleggsmidler	78 630	70 273
Sum eiendeler	178 229	157 625
Gjeld og egenkapital		
Kortsiktig gjeld		
Leverandørgjeld	2 274	4 192
Skyldig skattetrekk og arb.avgift	4 732	3 811
Skyldige feriepenger	2 733	2 255
Påløpne kostnader	423	1 926
Forskuddsbetalte inntekter	3 356	
Betalbar skatt	714	621
Langsiktig gjeld		
Pensjonsforpliktelser	1 174	322
Sum langsiktig gjeld	1 174	332
Egenkapital	162 823	144 488
Sum gjeld og egenkapital	178 229	157 625

Som nevnt har Oslo Børs også avdelingskontorer i Bergen og Trondheim. Avdelingskontorene ble opprettet i forbindelse med at Bergen Børs og Trondheim Børs i 1991 ble slått sammen med Oslo Børs. De selskaper som var notert på disse børsene kunne videreføre noteringen på Oslo Børs, først på såkalte distriktslister, senere i den ordinære listestrukturen. De to avviklede børsenes egenkapital ble omdannet til selvstendige børsfond (stiftelser) med det vedtektsfestede formål å yte støtte til drift av de respektive avdelingskontorene «og til andre tiltak til fremme av børsvirksomheten og det lokale næringsliv». Ved etableringen i 1991 var den urørlige grunnkapitalen for Bergen Børsfond ca 5,5 mill kr, og for Trondheim Børsfond ca 1,2 mill kr. Børsfondene er også omtalt i *"Børsloven"* i kapittel 25.2.1. Utgiftene til drift av avdelingskontorene dekkes dels av Oslo Børs, dels av børsfondene.

10.2 Investeringer og kostnader

Børsens totale kostnader domineres av personalkostnader og IT-kostnader. IT-kostnadene omfatter løpende kostnader til drift og vedlikehold, maskinell oppgradering og utvikling av elektroniske handelssystem, samt årlige avskrivninger på større IT-systemer. Primærinvesteringer i og oppgraderinger av handelsplattformen har i de seneste år utgjort de største IT-investeringene. Et elektronisk handelssystem for en markedsplass beregnes i dag av

Oslo Børs å være en investering som må foretas med 5-8 års mellomrom. Det er imidlertid internasjonale tendenser i retning av at systemene ikke lenger vil måtte skiftes ut totalt, men kan oppgraderes tilnærmet kontinuerlig og dermed få adskillig lengre levetid. Siden børsens drift av markedsplassen og tilsynsoppgaver i mange henseender går over i hverandre, har det ikke vært mulig for *utvalget* å få tall som skiller mellom kostnader knyttet til drift og kostnader knyttet til tilsyn. Totalkostnadene fordelt på de sentrale brukergrupper reflekteres i fordelingen av avgifter, jf nedenfor *"Finansiering av børsens virksomhet"* i kapittel 10.3.

10.3 Finansiering av børsens virksomhet

Børsen er som selveiende institusjon ansvarlig for egen økonomi, i den forstand at kostnadene må dekkes gjennom løpende inntekter, oppsparte midler eller lån. Børsens vesentligste inntektskilde er avgifter fra brukerne. Disse utgjorde i 1997 ca 74 prosent av de samlede inntektene.

Børsens finansiering er regulert i børsloven § 1-5 første punktum, hvor det heter:

> «Til dekning av utgifter til en forsvarlig drift av børsen kan det kreves avgifter av foretak hvis verdipapirer er notert på børsen og av børsmedlemmer.»

Uttrykket «forsvarlig drift» har vært praktisert slik at børsen ikke kan sikte mot overskuddsmaksimering, men at det likevel kan bygges opp en tilstrekkelig egenkapital til å sikre kortvarig inntektssvikt eller finansiering av større investeringer. Børsen er ikke pålagt formelle egenkapital- eller likviditetsreservekrav e l. Størrelsen på Oslo Børs' egenkapital har vært gjenstand for adskillig diskusjon i børsens styrende organer. Elementer i denne diskusjonen har blant annet vært børsens behov for integritet og uavhengighet i forhold til mulige långivere, behov for å opprettholde et tilnærmet fullt aktivitetsnivå også i perioder med reduserte inntekter, behovet for å kunne selvfinansiere større investeringer og behovet for dekning av de potensielle ansvarsrisiki som måtte ligge innbakt i børsens virksomhet. På denne bakgrunn ble det besluttet av børsrådet i 1990 å opprette en regnskapsmessig avsetning i form av et investeringsfond og et inntektsreguleringsfond. *Investeringsfondets* størrelse skulle reflektere børsens investeringsbehov på kort og mellomlang sikt, mens *inntektsreguleringsfondet* var ment å sikre dekning av børsens driftskostnader ved uforutsett inntektssvikt. Fra og med regnskapet for 1997 ble denne oppdelingen av egenkapital avviklet.

Avgiftene som børsen kan kreve av brukerne, skal i henhold til børsloven § 5-1 tredje punktum «så langt som mulig, fordeles i forhold til kostnadene børsen har for de enkelte brukergrupper». En helt matematisk riktig kostnadsfordeling på brukergruppene har i praksis ikke vært mulig blant annet fordi mange kostnader ikke kan henføres til en bestemt gruppe. Kostnadsanalysen har dessuten sett hen til faktiske kostnader over en periode, mens avgiftene må fastsettes som standardiserte satser for kommende budsjettår. Fordeling av totale utgifter pr brukergruppe har vært gjort på grunnlag av periodiske kostnadsanalyser som er foretatt av ekstern konsulent engasjert av børsen.

I praksis er avgiftene etter børsloven § 5-1 fordelt på tre brukergrupper bestående av utstedere av henholdsvis aksjer og obligasjoner samt børs-

medlemmer. De viktigste børsavgifter er søkt gjort markedsrelaterte – enten basert på utstederselskapenes markedsverdi eller børsmedlemmenes markedsaktivitet. Formålet har vært at avgiften skal stå i et rimelig forhold til vedkommende brukergruppes nytte av børsen – enten som verdimåler på notert kapital eller på antall handler som gjøres av børsmedlemmer. For børsen er imidlertid det meste av kostnadene faste og uavhengige av verdipapirenes markedsverdi eller omsetningshastighet. Da børsen fra 1997 knyttet flere avgifter til markedsverdi og aktivitet, innebar det øket usikkerhet for børsen ettersom avgifter fastsettes på forhånd. For 1996 og 1997 var fordelingen av inntektene mellom brukergruppene som følger (prosent av konsernets totale inntekter, avrundede tall):

Tabell 10.3:

	1997	1996
Utstedere av aksjer/grunnfondsbevis	31%	33%
Utstedere av obligasjoner	13%	14%
SUM utstedere	44%	47%
Børsmedlemmer	28%	30%
(hvorav handelsavgift derivater)	(9%)	(9%)
Salgsinntekter	16%	17%
Andre inntekter	9%	5%

Med hjemmel i børsloven § 5-1 gir børsforskriften *"Tilsyn med børser og autoriserte markedsplasser"* i kapittel 24 nærmere regler blant annet om beregning av avgifter overfor foretak med børsnoterte verdipapirer og børsmedlemmer. Avgiftssatsen for de enkelte avgiftstyper fastsettes av børsrådet hvert år.

Foretak med børsnoterte verdipapirer skal i henhold til børsforskriften *"Tilsyn med børser og autoriserte markedsplasser"* i kapittel 24 betale følgende avgifter (avgiftsats for 1998 i parentes):

- Kursnoteringsavgift aksjer og grunnfondsbevis beregnet av verdipapirenes markedsverdi (0,08 0/00, min 95.000 kr maks 550.000 kr). For notering på SMB-listen er avgiften 50 prosent av hovedlistesatsen
- Kursnoteringsavgift obligasjoner beregnet av pålydende av restgjeld (0.075 0/00, min kr 5.000 maks 25.000)
- Registreringsavgift ved registrering av nytt verdipapirnummer (aksjer 10.000 kr obligasjoner 5.000 kr)
- Prospektavgift for børsens kontroll av prospekt (for aksjer 0,8 0/00 av kapitalforhøyelse / vederlag, min 25.000 kr maks 110.000 kr. For obligasjoner 0,2 prosent av lånebeløpet min 5.000 kr maks 25.000 kr.)

Børsmedlemmer skal i henhold til børsforskriften *"Tilsyn med børser og autoriserte markedsplasser"* i kapittel 24 betale følgende avgifter (avgiftssats for 1998 i parentes):

- Tilknytningsavgift for nye medlemmer (kr 200.000)
- Årsavgift pr medlem (aksjer og obligasjonsmarkedet 300.000 kr, bare aksje eller obligasjonsmarkedet 200.000 kr)
- Årlig terminalavgift pr tilknyttet terminal (kr. 10.000)
- Løpende avgifter: Transaksjonsavgifter pr transaksjon (aksjer 3,60 kr, obligasjoner 2,75 kr) og omsetningsavgift av omsatt million kroner (aksjer

12,50 kr, obligasjoner 1,25 kr).

For handel med opsjoner og terminer skal børsmedlemmet betale handelsavgift fastsatt i nærmere regler gitt i medhold av børsforskriften og regelverket for handel med derivatkontrakter ved Oslo Børs m m. Fastsettelse av handelsavgiftene er delegert til børsdirektøren.

Børsen krever gebyrer også fra andre enn de som er angitt i børsloven til dekning av utgifter ved godkjennelse av tilbudsdokument, se *"Tilbudsplikt og frivillige tilbud"* i kapittel 9.12.3, jf verdipapirhandelloven § 4-15 og til dekning av utgifter ved kontroll og registrering av prospekt ved offentlige tilbud om tegning, se *"Prospektkontroll ved offentlige tilbud"* i kapittel 9.12.1, jf verdipapirhandelloven § 5-9. Disse avgiftene er standardiserte på lignende måte som avgiftene etter børsloven. Avgift for registrering av prospekt vedrørende verdipapirer som ikke er eller søkes børsnotert var for 1998 på 2.000 kr pr registrert prospekt. Avgift ved godkjenning av tilbudsdokument var på 25 000 kr for 1998.

Hjemmelen i børsloven § 5-1 andre punktum til å kreve avgift fra verdipapirforetak som ikke er børsmedlem, er ikke benyttet i praksis.

Avgifter fra børsmedlemmene har de senere år dekket rundt 30 prosent av børsens inntekter. I forbindelse med børsens kjøp av handelssystem i 1988, bidro samtlige børsmedlemmer med tilsammen 35 mill kroner. Dette ble gjort gjennom en ordning med omsettelig børssete der hvert sete i utgangspunktet kostet 1 million kroner. Ordningen ble avviklet i forbindelse med fornyelse av avgiftsreglene i 1996.

Børsloven § 5-1 har ikke vært antatt å være til hinder for at børsen kan supplere avgifts- og gebyrinntektene med inntekter fra annen virksomhet enn selve børsvirksomheten, forutsatt at denne virksomheten er innenfor virksomhetsbegrensningene i børsloven § 1-3 (se *"Børsens rammelovgivning og regulering"* i kapittel 8.1). En viktig inntektskilde for børsen er salg av kursinformasjon og andre kurs- og markedsdata. Dette har de senere år utgjort noe over 15 prosent av børsens inntekter (konsern). På Oslo Børs skjer dette salget gjennom et heleiet datterselskap – A/S Oslo Børs Informasjon (OBI) – som drives etter kommersielle mål. Børsens opphavsrettigheter til kursindekser, blant annet OBX-indeksen (se *"Produkter og produktutvikling"* i kapittel 9.3), utgjør ikke i dag noen stor inntektskilde, men erfaringer fra andre land kan tyde på at dette blir viktigere. Børsen har også enkelte inntekter fra kursvirksomhet, utleie av lokaler og salg av publikasjoner. Ilagt mulkt og overtredelsesgebyrer etter børsloven §§ 6-2 og 6-3 tilfaller også børsen. I resultatregnskapet for 1997, jf *"Børsens administrasjon og økonomiforvaltning – oversikt"* i kapittel 10.1 ovenfor, inngår dessuten inntektsføring av forliksbeløp i forbindelse med tvist med leverandør av handelssystem der avtalen ble hevet av Oslo Børs.

Ved at børsen ikke har overskudd som formål, er børsen som hovedregel ikke skattepliktig, jf skatteloven § 26 første ledd. A/S Oslo Børs Informasjon er imidlertid skattepliktig etter skatteloven og pliktig til å betale merverdiavgift.

10.4 Økonomisk risiko

Selv om børsen kan utligne sine utgifter på sine direkte brukere i form av avgifter, vil det være økonomisk risiko knyttet til børsens virksomhet. For det første er det en viss risiko for inntektssvikt, blant annet ved at en stor del av

avgiftene er knyttet til selskapenes markedsverdi og børsmedlemmenes handelsaktivitet. Ved en større reduksjon av markedsverdi og handelsaktivitet, for eksempel på grunn av generelle økonomiske endringer eller konkurranse fra andre markedsplasser, vil det være markedsmessig vanskelig å høyne avgiftene. Dersom børsens kapitalbehov ikke lar seg dekke inn ved høyere avgifter må børsen oppta lån.

Det foreligger også risiko knyttet til erstatningsansvar dersom noen lider tap på grunn av feil eller mangler i de tjenester børsen leverer. Dette gjelder for det første feil i handelssystemet. Overfor børsmedlemmene er dette dels regulert i egne bestemmelser i medlemsvilkårene og derivatregelverket. Børsen har i dag en forsikring for visse feil begått av børsens ansatte i forbindelse med formidling av ordre m v i derivatmarkedet, men har ikke ansvarsforsikring for feil i handelssystemene. Børsen kan også pådra seg erstatningsansvar for ulovlige forvaltningsvedtak, for eksempel knyttet til tilbudsplikt, prospektkontroll eller lignende.

10.5 Budsjettprosess

Børsens budsjett skal fastsettes av børsrådet etter forslag fra børsstyret, jf børsloven § 2-2 bokstav c. De nærmere regler for budsjettprosessen er fastsatt av børsrådet. Budsjettprosessen har tradisjonelt startet med at børsstyret tidlig hver høst behandler et forslag til budsjettpremisser, som blant annet lister opp områder og større enkeltsaker som børsstyret vil prioritere i det kommende år. I henhold til budsjettreglementet skal børsstyret så langt det finner det praktisk, invitere børsrådet til å drøfte børsens strategi og foreløpige retningslinjer for neste budsjettår på børsrådets septembermøte. Basert på budsjettpremissene utarbeider administrasjonen et budsjettforslag som dekker kostnadssiden, inntektssiden og de enkelte avgifter. Forslaget behandles av børsstyret, som med sine endringer forelegger dette for børsrådet for vedtagelse normalt i desember hvert år.

Budsjettets kostnadsside består av en totalramme samt fordeling på utgiftsposter som lønn, honorarer, prosjekter og avskrivninger og øvrige kostnader på hovedområder. I praksis er det lagt til grunn at det kan foretas overføringer mellom poster på kostnadssiden uten at dette forelegges børsrådet. Fastsettelse av de enkelte avgifter som nevnt foran i *"Finansiering av børsens virksomhet"* i kapittel 10.3 ovenfor, er integrert i budsjettet og utgjør den vesentligste del av budsjettets inntektsside.

Børsrådets budsjettreglement gir blant annet adgang til å fastsette et tilleggsbeløp som børsstyret i løpet av året kan disponere for å møte uforutsette kostnader forbundet med å realisere de skisserte mål og oppgaver. Det har vært praksis å vedta en ramme i henhold til dette på 6 prosent av samlede driftskostnader. Dersom det i løpet av et budsjettår blir aktuelt å pådra børsen utgifter utover den overskridelsesfullmakt som ligger i budsjettreglementet, enten fordi beløpet er større eller formålet utenfor hva som er angitt, vil dette måtte vedtas av børsrådet, om nødvendig i ekstraordinært møte. Budsjettreglementet fastsetter også at børsens budsjett ikke er offentlig.

10.6 Sammenligninger av kostnader for brukerne ved ulike børser

For børsens brukere utgjør avgiftene til børsen bare en av flere kostnader av betydning i forhold til børsnotering og transaksjoner i børsnoterte verdipa-

pirer. For investorene vil de samlede kostnader også omfatte meglernes kurtasje og utgifter til oppgjør og registrering. For utstedere av verdipapirer vil tilretteleggerkostnader ved notering og nyemisjoner ofte utgjøre den største kostnaden.

Det er vanskelig å vise oppstillinger som sammenligner kostnader knyttet til bruk av ulike børser, fordi avgifter beregnes etter ulike metoder og med satser som endres på ulike nivåer. Ved bruk av eksempler vil det imidlertid kunne gis et inntrykk av prisforskjeller. Oslo Børs har opplyst at en gruppe bestående av administrasjonssjefene ved Københavns Fondsbørs A/S, Stockholms Fondbörs AB, Helsingfors Fondsbørs A/S og Oslo Børs har foretatt enkelte sammenligninger av blant annet avgiftsnivå. Sammenligning av kursnoteringsavgiftene for noterte aksjeselskap for 1997 viste da blant annet at Stockholm hadde høyest avgift for store foretak, ved at maksimalavgiften var på ca 3 millioner svenske kroner, mens København og Helsingfors hadde lavere maksimalsats enn Oslo Børs' hovedliste, men høyere enn SMB-listen. For mellomstore foretak var kursnoteringsavgiftene høyest på Oslo Børs.

Undersøkelser av transaksjonsavgiften for 1997 for børsmedlemmer for enkelttransaksjoner i aksjer, på ca 8 millioner kroner, viste at avgiftene var høyest i Stockholm med ca 280 kroner og lavest i Oslo med ca 80 kroner. I Stockholm ville avgiften kunne bli lavere avhengig av om medlemmet tilkom rabatt, men ikke lavere enn ca 142 kroner. For enkelttransaksjoner på ca 800 000 kroner, ville også Stockholms Fondbörs være dyrest med ca 32 kroner (dog slik at det kunne oppnås inntil 50 prosent rabatt). Avgiften i Helsingfors ville for den samme handelen være ca 24 kroner, København 12 kroner og Oslo ca 10,50 kroner. Tallene tar imidlertid ikke hensyn til alle særegenheter i det enkelte avgiftssystem, og heller ikke til faste avgifter.

For obligasjonsmarkedet har Eksportfinans ASA fremlagt en sammenstilling fra 1996 av kostnader ved notering av lån på ovennevnte nordiske børser samt London Stock Exchange. Undersøkelsen omfattet lån på h h v 200 mill kr, 500 mill kr og 800 mill kr. Oslo Børs var med unntak for det minste lånet den dyreste markedsplassen.

De nordiske børsenes sammenligninger ovenfor viste at børsenes andel av totale inntekter for 1996 fra salg av informasjon varierte mellom 10 prosent (Stockholm) og 33 (København).

Kapittel 11

Andre institusjoner i markedet for verdipapirer og varederivater i Norge

11.1 Norsk Oppgjørssentral ASA – clearingvirksomhet

11.1.1 Generelt

Norsk Oppgjørssentral ASA (NOS) ble etablert i 1987 og driver oppgjørsvirksomhet.

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 finansielle instrumenter og forpliktelser vedrørende lån av finansielle instrumenter, jf verdipapirhandelloven § 1-6. Oppgjørssentral skal organisere oppgjøret mellom partene, jf § 6-3.

NOS sin primære målsetting er å tilby generell og standardisert oppgjørsvirksomhet- eller clearingtjeneste for de finansielle instrumenter og transaksjoner relatert til slike.

11.1.2 Virksomhet

11.1.2.1 Generelt

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 clearingtjenester 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 verdipapirhandelloven §§ 8-8 og 1-6. I september 1997 ble låneordningen for market-makere utvidet til en generell låneordning rettet mot verdipapirforetakene og deres kunder.

NOS tilbyr også visse rapporteringstjenester på konsulentbasis til norske banker og verdipapirforetak. Dette gjelder i første rekke rapportering av matematisk beregnede «risikoverdier» for børsnoterte finansielle instrumenter, som bankene anvender som grunnlag for sine pantemessige verdivurderinger ved utlån. En viktig side av virksomheten er det clearingsamarbeidet for aksje- og aksjeindeksderivater NOS har inngått med den svenske derivatbørs og clearingsentral OM Stockholm AB (OM). Clearingsamarbeidet er en del av det mer omfattende LEC-samarbeidet om harmonisert handel og kursnotering og koordinert clearing av handel med aksje- og aksjeindeksderivater

i det norske, svenske og engelske markedet, se nærmere *"LEC Samarbeidet"* i kapittel 8.11. Foruten NOS og OM er Oslo Børs og OMs børs i London (OMLX) deltakere i samarbeidet.

NOS tilrettelegger pengeoppgjør for derivathandelen, blant annet ved å beregne deltakernes posisjoner i derivatoppgjørene i Norges Bank. NOS har inngått oppgjørsavtaler med Norges Bank. Et viktig element i oppgjørsorganiseringen er de avtaler NOS har inngått med de såkalte «depotbankene», d v s de banker som håndterer daglige markedsoppgjør og marginsikkerhet i form av kontanter. NOS forestår også kontoføring i Verdipapirsentralen (VPS) og har tilknytningsavtale med VPS.

Svært mange trekk og strukturer er felles ved NOS' tre virksomhetsområder. Blant annet gjelder dette kretsen av «clearingmedlemmer», den avtalerettslige strukturen i regelverket, margin- og sikkerhetsberegningene, prosedyrer ved mislighold m m. NOS tilbyr ikke tjenester spesielt tilpasset den enkelte kunde, med unntak for visse tilleggstjenester. Dermed sikres likebehandling av sluttkunder, verdipapirforetak og kredittinstitusjoner, samtidig som administrativ risiko for NOS begrenses betydelig.

11.1.2.2 Nærmere om oppgjørsvirksomheten for handel med derivatkontrakter over Oslo Børs

Oppgjørsvirksomheten knyttet til handel med derivatkontrakter ved Oslo Børs er i dag regulert av egne standardvilkår fastsatt i Regelverk for handel med derivatkontrakter ved Oslo Børs og clearing av handel med derivatkontrakter i Norsk Oppgjørssentral ASA med vedlegg og tilknyttede standardavtaler.

Alle børsnoterte derivatkontrakter er registrert i VPS, og det skjer automatisk elektronisk og parallell overføring av alle handler som inngås i børsens handelssystem til VPS og NOS. Ved registrering i VPS trer NOS inn som part i kontraktene ovenfor børsmedlemmene (verdipapirforetakene) som har utført en handel. Ved disses fordeling av handel på sluttkunders konti i VPS trer NOS inn som part overfor sluttkundene. Ved handel med opsjoner tilbyr NOS et system for automatisk innløsning av kontrakter som gir innehaveren gevinst, og det foretas også uttrekninger av utstedere i VPS basert på registrerte innløsninger, enten disse er «automatiske» innløsninger initiert av NOS, eller manuelle innløsninger fra sluttkundenes kontoførere i VPS. Som part i kontraktene er NOS også ansvarlig for å foreta og organisere oppgjør etter kontraktene. NOS forestår her beregninger basert på handel og posisjoner registrert i VPS. Oppgjør som involverer levering av finansielle instrumenter registrert i VPS skjer gjennom det oppgjørssystemet som VPS og Norges Bank tilbyr (VPO), se *"Clearing og oppgjør av derivater"* i kapittel 7.4.2.

NOS tilrettelegger de ulike pengeoppgjør for derivathandelen, herunder daglige oppgjør i Norges Bank. Opsjonsoppgjøret gjennomføres på tilsvarende måte som ordinær verdipapirhandel. Futureskontrakter, verdipapirlån m m gjøres opp via NOS sitt depotbanksystem som innbefatter de største norske bankene, med et interbankoppgjør i Norges Bank (se også *"Oppgaver i tilknytning til verdipapirmarkedet"* i kapittel 11.3.2).

NOS tilrettelegger pengeoppgjør i svenske kroner som gjennomføres med bistand fra en norsk bank. Utligning av posisjoner mellom norsk og svensk side gjennomføres i den svenske sentralbankens oppgjørssystem. Oppgjør som involverer levering av underliggende svenske aksjer, skjer over en VP-

konto som NOS har opprettet hos en kontofører i den svenske verdipapirsentralen, VPC.

En sentral del av virksomheten i NOS er den løpende marginkravs- og sikkerhetsberegningen, som skjer minst en gang daglig. NOS benytter i dag et system kalt OSLO SPAN[18] , som er et risikobasert beregningssystem for verdipapirporteføljer. Både beregning av marginkrav og sikkerhetsstillelse skjer på «sluttkundenivå», d v s at kunden selv er ansvarlig for å stille den sikkerhet som er beregnet av NOS, ved pantsettelse av finansielle instrumenter og/eller ved innbetaling av kontanter på depotkonti. Clearingmedlemmet som representerer sluttkunden, er solidarisk ansvarlig med kunden overfor NOS for at kunden stiller sikkerhet og oppfyller alle andre oppgjørsforpliktelser etter kontraktene.

11.1.2.3 Nærmere om oppgjørsvirksomheten for ikke-børsnoterte opsjoner og terminer

Oppgjørsvirksomheten knyttet til handel med ikke-børsnoterte derivater er regulert av standardvilkår for clearing av handel med ikke-børsnoterte derivatkontrakter i Norsk Oppgjørssentral ASA, med vedlegg og tilknyttede standardavtaler.

NOS har siden 1996 tilbudt oppgjørstjenester for handel med ikke-børsnoterte derivatkontrakter. Denne virksomheten er i stor grad bygget opp etter samme mønster som for handelen over børs, både hva gjelder marginkrav, sikkerhetsstillelse, innløsning og oppgjør. Kontraktene er registrert i VPS, men systemet for innmeldings- og registreringsrutinen i VPS avviker naturlig nok fra modellen i børshandelen, jf ovenfor. NOS forestår også her clearing kun av ferdig «matchede» kontrakter som innmeldes av verdipapirforetakene, og har adgang til å nekte clearing når sikkerhetsmessige eller andre grunner tilsier dette.

11.1.2.4 Nærmere om oppgjørsvirksomheten knyttet til lån av finansielle instrumenter

NOS har siden primo september 1997 tilbudt oppgjørstjenester relatert til lån av finansielle instrumenter, jf verdipapirhandelloven § 8-8. Regelverket for denne tjenesten er bygget opp etter samme mønster som den øvrige oppgjørsvirksomheten, med et sett alminnelige «standardvilkår» som clearingmedlemmer og sluttkunder aksepterer ved sin undertegnelse av særlige tilknytningsavtaler. Alle lånekontrakter som ønskes clearet blir innmeldt til NOS. Dersom anmodningen innvilges, blir kontraktene registrert i VPS på innlåners og utlåners VPS-konto.

NOS organiserer og garanterer for innlåners tilbakelevering og betaling av rente til utlåner, men har av systemtekniske grunner foreløpig ikke inkludert visse «kompensasjonsytelser» og lignende som skal overføres mellom innlåner og utlåner dersom det skjer utbetalinger eller kapitalendringer i utstederselskapet for de finansielle instrumenter. «Standardvilkårene» angir imidlertid de rettslige forpliktelser mellom partene i slike situasjoner, og clearingmedlemmene er solidarisk ansvarlig med sine sluttkunder for slik oppfyl-

18. SPAN er et registrert varemerke for Chicago Mercantile Exchange som her brukes i henhold til lisens. Chicago Mercantile Exchange tar intet ansvar i forbindelse med bruk av SPAN av noen fysiske eller juridiske personer.

lelse om ikke annet er avtalt. I likhet med oppgjørsvirksomheten i den børsnoterte og ikke-børsnoterte derivathandelen foretar NOS også her en marginkravsberegning som danner grunnlaget for sikkerhetsstillelse fra sluttkundene. Alle produkter inngår i OSLO SPAN, se *"Nærmere om oppgjørsvirksomheten for handel med derivatkontrakter over Oslo Børs"* i kapittel 11.1.2.2 ovenfor.

11.1.3 Rammebetingelser, organisering og eierforhold

Virksomhet som oppgjørssentral er regulert i verdipapirhandelloven kapitel 6. Virksomheten er konsesjonsbelagt, jf verdipapirhandelloven § 6-1.

Det følger av § 6-1 annet ledd at oppgjørssentraler skal være organisert som allmennaksjeselskap. Finansdepartementet kan dispensere fra dette kravet. Verdipapirhandelloven stiller ikke krav til selskapets styrende organer utover det som følger av lov om allmennaksjeselskaper.

Det følger imidlertid av bestemmelsens femte ledd at generalforsamlingen skal velge en kontrollkomité og fastsette instruks for denne. Instruksen skal godkjennes av Kredittilsynet. Kontrollkomitéen skal føre tilsyn med foretakets virksomhet, herunder at virksomheten utøves i henhold til gjeldende regelverk og vedtak.

I verdipapirhandelloven § 6-1 tredje og fjerde ledd stilles det kvalifikasjonskrav til foretakets ledelse og aksjonærer. Den som faktisk leder oppgjørsvirksomheten skal ha relevant erfaring og ha ført en hederlig vandel. Videre må aksjeeier med betydelig eierandel i oppgjørssentralen anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket.

Ingen kan eie mer enn 20 av aksjene i en oppgjørssentral, jf § 6-1 siste ledd. Finansdepartementet er gitt dispensasjonsmyndighet i de tilfeller der en stor aksjonær ikke anses å være en stor aktør i verdipapirmarkedet, eller i forbindelse med etablering av oppgjørssentraler. NOS var pr november 1998 eiet av i underkant 80 aksjonærer, herunder banker, forsikringsselskaper, verdipapirforetak, finansielle investorer og privatpersoner. De største aksjonærene i NOS, d v s som har eierandel over 10 prosent, var pr november 1998 Den norske Bank, Sparebanken NOR, Christiania Bank og Kreditkasse og OM Gruppen AB. Verdipapirhandelloven § 7-3 fastsetter meldeplikt til Kredittilsynet ved nærmere bestemte endringer av aksjeeierstrukturen i foretaket. Kredittilsynet kan innen tre måneder underkjenne endringen dersom krav til eierne ikke er oppfylt.

Oppgjørssentraler skal til enhver tid ha en forsvarlig ansvarlig kapital, som minst utgjør 50 mill kr, hvorav minst 50 prosent skal bestå av innskudd eller ubetingede trekkrettigheter i en kredittinstitusjon (likviditetskrav), jf § 6-2. I forskrift 1. juni 1990 nr 435 er det etter endring av 7. november 1997 gitt nærmere regler for hvordan ansvarlig kapital beregnes i oppgjørssentraler.

Oppgjørssentraler er underlagt lovbestemte virksomhetsbegrensninger. Det følger av verdipapirhandelloven § 6-3 at oppgjørssentraler bare kan drive virksomhet som har naturlig sammenheng med utøvelsen av oppgjørsvirksomheten. Kredittilsynet kan pålegge oppgjørssentral å holde tilknyttet virksomhet adskilt fra oppgjørsvirksomheten.

Fra NOU 1996:2 om verdipapirhandel side 185 hitsettes:

> «Som nevnt under punkt 11.5.6.2 antar utvalget at det ikke bør fastsettes regler som er til hinder for at børs- og oppgjørsvirksomhet drives i en integrert enhet. Den foreslåtte virksomhetsbegrensning vil ikke være til hinder for en slik integrert løsning. Utvalget legger til grunn at oppgjørsvirksomhet knyttet til varederivater vil kunne anses

å ha tilknytning til den konsesjonspliktige virksomheten. En forutsetning bør da være at kontraktene er forholdsvis standardiserte. Utvalget legger videre til grunn at et visst omfang av konsulentvirksomhet må antas å ha tilstrekkelig tilknytning til virksomheten.»

Videre heter det i Ot prp nr 29 (1996-97) side 124:

> «Departementet slutter seg til utvalgets forslag til virksomhetsbegrensninger. Sentralen vil etter forslaget kunne drive virksomhet som har naturlig sammenheng med utøvelsen av oppgjørsvirksomheten. En slik avgrensning er i samsvar med det som gjelder for bl.a. verdipapirforetak og finansinstitusjoner. Departementet er enig med utvalget i at oppgjørsvirksomhet knyttet til varederivater vil kunne anses å ha tilknytning til den konsesjonspliktige virksomheten. Departementet antar videre at en oppgjørssentral i noen grad bør kunne yte konsulenttjenester på bakgrunn av de datasystemer og den kompetanse som er utviklet av hensyn til oppgjørsvirksomheten. Det vises forøvrig til utvalgets vurderinger i NOU 1996:2 s. 185 og 186. Ingen av høringsinstansene har hatt merknader til utvalgets forslag på dette punktet.»

Fra side 118 hitsettes videre:

> «Departementet er videre enig med lovutvalget i at det ikke bør etableres et rettslig monopol for oppgjørsvirksomhet, men at det bør være åpent for konkurrerende oppgjørssentraler. Dette er i samsvar med den rettslige situasjonen i blant annet Sverige og Danmark.
>
> Når det gjelder høringsinstansenes syn på integrert børs og clearing virksomhet, viser departementet til at det i løpet av kort tid vil bli nedsatt et utvalg som skal se på alternative måter å organisere børsvirksomhet på.
>
> Oslo Børs har gitt uttrykk for at det bør kunne ligge til rette for at andre enn oppgjørssentraler, feks. banker kan forestå «oppgjørslignende tjenester». Børsen viser i denne sammenheng til «situasjonen i øvrige sammenlignbare land, samt at definisjonen på oppgjørsvirksomhet omfatter virksomhet som ikke naturlig skal begrenses til en oppgjørssentral». Departementet viser i denne forbindelse til at det må antas at de foreslåtte regler ikke er til hinder for at det inngås samarbeidsavtaler mellom en oppgjørssentral og en finansinstitusjon.»

Finanskomitéen sluttet seg til utvalgets vurdering av virksomhetsbegrensninger.

Oppgjørssentraler kan ikke eie finansielle instrumenter den driver oppgjørsvirksomhet knyttet til, herunder underliggende finansielle instrumenter, med mindre det er påkrevet for organiseringen av oppgjøret, jf § 6-2 femte ledd første punktum.

Oppgjørssentralen skal løpende beregne og kreve betryggende sikkerhet for oppfyllelse av de avtaler sentralen er motpart i eller garanterer for, jf § 6-4.

Driften av NOS finansieres gjennom avgifter for de clearingtjenester selskapet tilbyr.

11.1.4 Brukere og clearingmedlemmer

Brukere av NOS' clearingtjenester må oppnevne et clearingmedlem som sin representant overfor NOS. Kravene til deltakelse som clearingmedlem er at foretaket har konsesjon for å drive virksomhet som verdipapirforetak eller

kredittinstitusjon, og at foretaket er deltaker i verdipapiroppgjørsystemet i Norge.

Det følger av investeringstjenestedirektivet artikkel 15 at verdipapirforetak med tillatelse i sitt hjemland til å utføre ordre på vegne av investorer i forbindelse med finansielle instrumenter, og/eller som kan omsette finansielle instrumenter for egen regning, skal gis rett til å delta i oppgjørsordninger i alle medlemsstater. Verdipapirhandelloven er ikke til hinder for at noen kan være fjernmedlemmer av oppgjørssentraler, d v s medlem som ikke er etablert med særskilt filial eller datterselskap i Norge.

11.1.5 NOS Kraft AS

NOS Kraft AS er et heleiet datterselskap av NOS. NOS Kraft AS ble etablert høsten 1994 i forbindelse behovet for clearing av finansielle terminkontrakter i kraftmarkedet, d v s futureskontrakter med avregning og oppgjør i penger (ikke fysisk kraft). Se også nærmere i *"Kraftderivatmarkedet"* i kapittel 11.4.

NOS Kraft AS tilbyr tjenester på konsulentbasis til det finansielle el-kraftmarkedet ved Nord Pool ASA (Nord Pool). Sistnevnte har det formelle ansvaret og risikoen som kombinert børs- og oppgjørssentral for terminer relatert til el-kraftkontrakter, men har satt bort viktige sider av den administrative håndteringen av sikkerhets- og oppgjørssystemene til NOS Kraft AS.

NOS Kraft AS håndterer avregning og oppgjør for kraftfutures som handles over Nord Pool, samt bilaterale kraftfutures som handles utenfor børs. Oppgjørsvirksomheten for kraftfutures gjennomføres i tilsvarende systemer som øvrige finansielle derivater. NOS Kraft beregner daglig på vegne av Nord Pool, sikkerhetskrav, markedsoppgjør og prissikringsoppgjør. Depotbankene kontrollerer og rapporterer saldi på depotkonti og bekrefter sikkerheter stilt overfor Nord Pool. NOS har i henhold til avtalen med Nord Pool intet ansvar overfor denne. I det NOS Kraft AS er organisert i et eget juridisk subjekt, vil NOS ikke være ansvarlig for eventuelle erstatningskrav mot NOS Kraft AS. Selskapsorganiseringen fungerer således som en «brannvegg» mellom virksomheten i NOS Kraft og NOS.

NOS Kraft AS driver i dag virksomhet som er antatt å ligge innenfor den konsesjon NOS driver i henhold til i dag. Det er videre antatt at den virksomheten NOS Kraft AS driver ikke i seg selv er konsesjonspliktig i henhold til verdipapirhandelloven. Dette følger av at virksomheten er begrenset til å administrative håndteringen av sikkerhets- og oppgjørssystemene, og at virksomheten relateres til kraftderivater som ikke er regulert av verdipapirhandelloven. Clearing av kraftderivater er heller ikke konsesjonsbetinget virksomhet i henhold til energiloven, så lenge kontraktene ikke er basert på fysisk levering.

11.2 Verdipapirsentralen (VPS)

11.2.1 Verdipapirsentralens virksomhet

Verdipapirsentralen (VPS) er rettighetsregister og avregningssentral for verdipapirer, og er en del av infrastrukturen i det norske verdipapirmarkedet.

VPS-loven § 1-2 fastslår som hovedregel at det er *pliktig* registrering for aksjer, tegningsretter og grunnfondsbevis notert på norsk børs og norske ihendehaverobligasjoner og sertifikater (med unntak av spareobligasjoner utstedt av staten og premieobligasjoner). I følge forskrift av 1. desember 1997

om registrering av opsjoner og terminer m v i Verdipapirsentralen, skal også opsjoner, terminer, fremtidige renteavtaler, bytteavtaler og pengemarkedsinstrumenter *som kursnoteres på norsk børs*, være registrert. Finansdepartementet kan gjøre unntak fra registreringsplikten.

I tillegg *kan* andre ikke registreringspliktige aksjer, grunnfondsbevis, obligasjoner, andeler i verdipapirfond og andre finansielle instrumenter registreres, jf § 1-3. I henhold til ovennevnte registreringsforskrift *kan* også opsjoner, terminer, fremtidige renteavtale, bytteavtaler og pengemarkedsinstrumenter som ikke er notert på norsk børs registreres i VPS.

Også utenlandske verdipapirer er registrert i VPS. Utstedere av slike verdipapirer avgjør registrering. For aksjer, grunnfondsbevis og andeler i verdipapirfond fører VPS eierregisterne.

Etter den nye lov om allmennaksjeselskaper, i kraft fra 1. januar 1999, er det pliktig registrering for aksjer og tegningsretter utstedt av slike selskaper, selv om selskapet ikke er børsnotert. For andre aksjeselskaper er registrering i Verdipapirsentralen valgfritt.

For VPS-registrerte verdipapirer er det ikke utstedt fysiske aksjebrev, obligasjoner e l. Retten til verdipapiret dokumenteres gjennom registrering på investors VPS-konto, og tilsvarende i utsteders eierregister (utstederkonto).

I VPS var det pr 31. oktober 1998 registrert verdipapirer til en samlet verdi av 1.027 mrd kroner. Verdien fordeler seg på 762 aksjeselskaper (235 børsnoterte og 527 ikke børsnoterte), 20 grunnfondsbevis, 1013 obligasjonslån, 499 sertifikatlån og 178 verdipapirfond fordelt på 15 forvaltningsselskaper.

Ved enhver eieroverdragelse av VPS-registrerte verdipapirer, må overdragende investor besørge registrering slik at ny eier oppnår rettsvern og utsteders eierregister blir ajourført. Betalingstransaksjonene mellom investorene er ikke en del av VPS= avregning. Avregningsvirksomheten er knyttet til den handel som gjennomføres mellom verdipapirforetak eller mellom verdipapirforetak og en investor der en forvalterbank gjennomfører oppgjøret. Verdipapirforetak og forvalterbanker er direkte deltakere i verdipapiroppgjøret (VPO). Norges Bank er oppgjørsbank. VPO er nærmere beskrevet i *"Nåværende verdipapirmarkedsstruktur i Norge"* i kapittel 7.

11.2.2 Rammebetingelser

VPS er opprettet ved lov 14. juni 1985 nr 62 om verdipapirsentral (VPS-loven). Verdipapirsentralen er et rettighetsregister, og har enerett til å foreta registrering av verdipapirer med de virkninger som er omtalt i VPS-loven og tilhørende lovgivning.

VPS er underlagt lovpålagte virksomhetsbegrensninger, jf VPS-loven § 1-1. VPS «kan ikke drive annen virksomhet enn det som er knyttet til eneretten» til å foreta registrering av verdipapirer. I praksis har det vært antatt at VPS kan drive virksomhet som er nært knyttet til virksomhetsområdet for eneretten og det ansees som særlig rasjonelt at den utføres av VPS. Finansdepartementet har avgjørelsesmyndighet i tvilstilfeller. Se også Ot prp nr 83 (1984-85) side 56.

Slik tilknyttet virksomhet omfatter i dag tjenester knyttet til renteberegning og – avregning ved obligasjonslåns renteterminer, uttrekning og avregning ved obligasjoners avdragsterminer, avregning ved obligasjoner og sertifikatlåns forfall, aksjeselskapers utbytteberegning og utbetaling, og visse tjenester knyttet til selskapers emisjoner, fisjoner e l, samt selskapsoppkjøp. For forvaltningsselskaper for verdipapirfond omfatter tjenestene føring av

andelseierregister, registrering av tegning og innløsning, samt rapportering til andelseiere/generell opplysningsplikt til myndigheter.

Disse tjenestene er sammen med deler av tjenesteytingen tilknyttet verdipapiroppgjøret ikke registreringsfunksjoner regulert av VPS-loven. Selv om tjenestene ansees som tilknyttede tjenester i henhold til virksomhetsbegrensningene i loven, er ikke tjenestene underlagt lovpålagt monopol, og kan således også drives av andre foretak.

Verdipapirsentralen dekker sine utgifter gjennom gebyrer på de tjenester som ytes, jf VPS-loven § 2-2. Prisene skal kalkuleres etter medgåtte ressurser, og dette søkes sikret gjennom en detaljert kostnads- og prismodell, som også skal hindre at kryss-subsidiering finner sted. VPS har ikke overskudd som formål. De senere års høye volumer i verdipapirmarkedet, med påfølgende overskudd i VPS, er således benyttet til å redusere prisene for det etterfølgende år.

VPS er ikke pålagt offentligrettslige soliditets- eller likviditetskrav. VPS-loven § 2-2 pålegger imidlertid kontoførerne prinsipalt proratarisk, subsidiært solidarisk, ansvar overfor VPS' kreditorer, dersom VPS ikke selv kan dekke sine forpliktelser. VPS' vedtekter regulerer ansvarsfordelingen mellom kontoførerne. I forarbeidene til lov om verdipapirsentral er det forutsatt at risikoen for tap skal søkes dekket gjennom forsikringer og avsetning til fond. Verdipapirsentralen har tegnet formuesforsikring som dekker ansvaret etter loven med inntil 200 mill kr innenfor året. I tillegg er det bygget opp et erstatningsfond på 10 mill kr.

VPS er en selveiende institusjon. Organiseringen av foretaket er regulert i VPS-loven kapittel 2.

Verdipapirsentralens organer er representantskapet og styret. I tillegg pålegger VPS-loven at det skal være en kontrollkomité og en klagenemnd.

Representantskapets medlemmer er oppnevnt av Kongen etter nærmere regler gitt i forskrift av 25. oktober 1985 nr 3040 om oppnevning og sammensetning av Verdipapirsentralens representantskap. Fire av representantskapets medlemmer med personlige varamedlemmer oppnevnes av Kongen uten forslagsstillelse. Videre skal Kongen oppnevne 20 av representantskapets medlemmer med personlige varamedlemmer blant de personer som er foreslått av organisasjoner som representerer ulike aktør- og samfunnsinteresser. Forskriften regulerer i detalj hvilke interesseforeninger og institusjoner som har rett til å bli representert i representantskapet, og hvor mange representanter de skal være representert med. Oppnevnelse foretas hvert annet år, og omfatter 12 medlemmer med personlige varamedlemmer.

Oppnevnelsen gjelder for en periode av fire år.

Følgende institusjoner er representert (antall representanter i parentes):

- Den norske Bankforening, (3)
- Sparebankforeningen i Norge, (2)
- Norges Bank, (2)
- Oslo Børs, (1)
- Norges Fondsmeglerforbund, (2)
- Norges Forsikringsforbund, (1)
- Norges Rederforbund, (1)
- Folketrygdfondet, (1)
- Verdipapirfondenes Forening, (1)
- Postbanken, (1)
- Kommunenes Sentralforbund, (1)
- Næringslivets Hovedorganisasjon, (1)

- Aksjesparerforeningen, (1)
- Norske Finansanalytikeres Forening, (1)
- Norsk Oppgjørssentral, (1)
- Det offentlige, (1)
- VPS-ansatte, (1)

Styret velges av representantskapet. Styret skal bestå av syv medlemmer med varamedlemmer. Blant medlemmene velger representantskapet styrets leder og nestleder. Fire av styrets syv medlemmer skal representere kontoførerne. Av disse fire velges ett medlem etter forslag fra Norges Bank og ett medlem hver etter forslag fra forretningsbankene og sparebankene. Styremedlemmene og varamedlemmene velges for en periode av to år. Ingen kan gjenvelges til styret etter en samlet periode av 12 år. I tillegg suppleres styret med to representanter for de ansatte ved behandling av administrative saker.

Koordineringsutvalget er et vedtektsfestet rådgivende organ for administrasjonen vedrørende etablering av nye funksjonaliteter. Utvalget består av representanter for VPS' brukere. VPS' styre fastsetter instruks for utvalget.

Verdipapirsentralen skal ha en kontrollkomité som skal føre tilsyn med styrets disposisjoner, kontrollere at reglene som er fastsatt for virksomheten blir fulgt og vurdere virksomheten ut fra et sikkerhetsmessig synspunkt, jf VPS-loven § 2-11. Kontrollkomiteen skal bestå av minst fem medlemmer. Minst ett medlem av komiteen skal tilfredsstille de krav som stilles til høyesterettsdommere etter lov av 13. august 1915 nr 5 om domstolene § 54 første ledd. Komiteen skal minst en gang i året gi melding om sitt arbeid til Verdipapirsentralens representantskap og til Kredittilsynet.

VPS-loven § 6-1 fastsetter at det skal etableres en klagenemnd som skal behandle klager over avgjørelser truffet av en kontofører eller VPS. Klagenemnden oppnevnes av Kongen for en periode av fire år, og skal bestå av tre medlemmer med varamedlemmer.

11.2.3 Brukere

Verdipapirsentralens direkte brukere er kontoførere, verdipapirforetak og forvaltningsselskaper for verdipapirfond. Sluttkundene er investorer og utstedere, men all kontakt mellom disse og VPS skjer som hovedregel gjennom kontoførerne.

Investors kontofører er ansvarlig for å opprette og vedlikeholde VPS-kontoen med all fast informasjon om den enkelte investor, registrere rettsstiftelser og fullmakter, samt alle typer beholdningsendringer. Verdipapirforetak kan registrere kjøp og salg av VPS-registrerte verdipapirer direkte på investors VPS-konto. For å kunne registrere salg, må det foreligge fullmakt som bemyndiger verdipapirforetaket.

Utsteders kontofører er ansvarlig for å opprette og vedlikeholde utsteders konto med all fast informasjon om selskapets enkelte verdipapirer, endring av selskapets aksjekapital e l, samt all informasjon knyttet til selskapshendelser o l.

Grovt sett kan man si at banker og verdipapirforetak kan være kontoførere, jf VPS-loven § 3-1 annet ledd. Forvaltningsselskap for verdipapirfond kan også være kontofører, men kun for andeler utstedt av fond som forvaltes av forvaltningsselskapet.

Foretak med hovedsete i en annen stat som omfattes av Det europeiske økonomiske samarbeidsområde kan være kontofører etter nærmere bestem-

melser gitt av Kongen, jf VPS-loven § 3-2 annet ledd. I henhold til forskrift av 27. januar 1994 nr 90 om utenlandske foretaks adgang til å være kontofører i Verdipapirsentralen, gjelder dette kun filialer i Norge av kredittinstitusjoner med hovedsete og underlagt tilsyn i annen EØS-stat. Pr i dag er det således ikke adgang til å være fjernmedlem i VPS.

11.3 Norges Bank

11.3.1 Innledning

Norges Banks virksomhet er regulert i lov om Norges Bank og pengevesenet (sentralbankloven) av 24. juni 1985 nr 28. Sentralbanken er landets seddelbank, og har enerett til å utstede sedler og mynt. Videre skal banken blant annet være utøvende og rådgivende organ for penge-, kreditt- og valutapolitikken.

Bankens øverste organ er hovedstyret og representantskapet, jf sentralbankloven § 5 første ledd. Hovedstyret oppnevnes av Kongen. Representantskapet velges av Stortinget.

11.3.2 Oppgaver i tilknytning til verdipapirmarkedet

Norges Bank har et overordnet ansvar for betalingssystemene og skal fremme et effektivt betalingssystem innelands og overfor utlandet. Sentralbanken er bankenes bank. Dette innebærer blant annet at banken tar hånd om sluttoppgjøret mellom bankene i betalingsformidlingen. Norges Bank forestår også pengeoppgjøret for handel med finansielle instrumenter. Dette gjelder både for finansielle instrumenter som cleares gjennom NOS, jf *"Nærmere om oppgjørsvirksomheten for handel med derivatkontrakter over Oslo Børs"* i kapittel 11.1.2.2, og for handler som går gjennom verdipapiroppgjørssystemet (VPO), jf *"Oppgjør og levering av børsnoterte finansielle instrumenter"* i kapittel 7.4.

Norges Bank gir råd til Finansdepartementet om innenlandsk statsgjeldspolitikk, gjennomfører auksjoner av statssertifikater og -obligasjoner i førstehåndsmarkedet og stiller priser på statssertifikater i annenhåndsmarkedet, jf *"Statens/Norges Banks statsgjeldspolitikk m v"* i kapittel 5.5.3. Gjennom avtale med åtte primærhandlere har Norges Bank sikret at det stilles kontinuerlig kjøps- og salgspriser for norske statsobligasjoner i annenhåndsmarkedet.

Norges Bank inviterer tre ganger i året verdipapirforetak med sete på Oslo Børs til å delta i en anbudsrunde for å forestå Norges Banks annenhåndsomsetning i statssertifikater. Det velges ut et verdipapirforetak som for en periode på fire måneder stiller priser og volum på vegne av Norges Bank i de aktuelle lån i handelssystemet ved Oslo Børs. Ved omsetning mot Norges Bank kontaktes banken umiddelbart for nye instruksjoner.

Et primærhandlersystem for norske statsobligasjoner ble innført i august 1995. Et av hovedelementene i avtalen var opprinnelig at primærhandlerne skulle stille bindende kjøps- og salgskurser over Oslo Børs spesifiserte statsobligasjonslån. Som følge av børsstyrets vedtak 16. september 1997 om at prisene i børsens handelssystem skulle være indikative, ble primærhandleravtalen for 1998 basert på indikative priser. Kursene skal gjelde for beløp opp til 25 mill kr. Avtalen stiller krav til maksimal avstand mellom kjøps- og salgskurs (spread), avhengig av lånets gjenstående løpetid. Som en del av primærhandlersystemet er det etablert en låneordning for statsobligasjoner i form av gjenkjøpsavtale med Norges Bank. Låneordningen innebærer at hver

primærhandler har adgang til å kjøpe obligasjoner i Norges Bank for inntil 100 mill kr i hvert lån, med avtale om tilbakesalg innen fem virkedager. Renten primærhandlerne får på likviditet de midlertidig overlater til Norges Bank er foliorenten fratrukket 1,5 prosentpoeng. Låneordningen skal bidra til å lette prisstillelsen ved at primærhandlerne midlertidig kan skaffe til veie statspapirer.

Banker og verdipapirforetak som har minst 50 mill kr i egenkapital samt er medlemmer på Oslo Børs, blir forespurt om å søke om å bli primærhandlere i statsobligasjoner. Det foretas en årlig gjennomgang av deltakerne i primærhandleravtalen for å vurdere hvorvidt enkelte skal gå ut og/eller nye deltakere skal komme inn. Pr desember 1998 er det åtte primærhandlere for statsobligasjoner.

Norges Bank skal også overvåke og informere offentligheten om penge-, kreditt- og valutamarkedene.

Norges Bank har for øvrig ingen direkte tilsynsrolle i verdipapirmarkedet.

11.4 Kraftderivatmarkedet

11.4.1 Nord Pool ASA

11.4.1.1 Innledning

Nord Pool ASA (Nord Pool) er verdens første internasjonale markedsplass for elektrisk kraft. Foretaket er samtidig den eneste organiserte markedsplass i Norge for derivatkontrakter utenom Oslo Børs.

Nord Pool driver markedet for el-spot (kontrakter for *fysisk* levering neste døgn) og el-termin (*finansielle* futurekontrakter med daglig kontantoppgjør eller forward-kontrakter uten daglig kontantoppgjør). Markedet for fysisk levering og markedet for finansielle kontrakter vil bli behandlet hver for seg nedenfor.

Nord Pool er et allmennaksjeselskap og ble etablert i 1993 under navnet Statnett Marked AS, som et heleiet datterselskap av Statnett SF. Siden 1996 er det ett felles kraftmarked for både Norge og Sverige. I denne forbindelse gikk Svenska Kraftnät inn som 50 prosent eier i selskapet. Nord Pool er ikke underlagt eierbegrensningsregler.

Foretakets styre er sammensatt av representanter for eierne og markedets aktører; 2 fra Statnett, 2 fra Svenska Kraftnät, 2 eksterne fra det svenske finans- og kraftmarkedet og 2 eksterne fra det norske finans- og kraftmarkedet.

Det er etablert et markedsråd, som er et rådgivende organ for styret. Markedsrådet er besatt med 8 markedsaktører. 4 fra det svenske markedet og 4 fra det norske markedet.

Brukere av Nord Pool var ved utgangen av annet tertial 1998 213 kraftprodusenter, distributører, industribedrifter, meglere og tradere i Norge, Sverige, Danmark, Finland og England. Brukerne, som kan være både foretak og privatpersoner, inndeles i følgende kategorier: A*ktører* som handler selv er direkte motpart mot Nord Pool. *Megleraktører* formidler handler på vegne av clearingkunder, eller for egen regning og risiko (som aktør). En *clearingkunde* er en kunde som handler indirekte gjennom en megleraktør, men har Nord Pool som motpart i oppgjøret.

Markedet består i hovedsak av produsenter og store (institusjonelle) brukere av kraft, mens rene finansielle aktører p t utgjør et mindre antall.

11.4.1.2 Markedet for fysisk levering

Prisene i spotmarkedet fastsettes for hver av døgnets 24 timer, på bakgrunn av tilbud og etterspørsel.

Gjennom funksjonen som kontraktsmotpart innestår Nord Pool for fysisk levering og oppgjør i alle handler. Nord Pools motpartsrisiko i handlene sikres ved krav til sikkerhetsstillelse for aktørene.

Nord Pools virksomhet som organisert marked for *fysisk* kraft er i en viss utstrekning regulert av norsk og svensk lovgivning. Foretaket har konsesjon i henhold til den norske energiloven av 29. juni 1990 nr 50 § 4-1. Konsesjon gitt 28. mai 1997 innebærer at foretaket har rett til å organisere markeder for *fysisk* krafthandel (regulerkraftmarkedet og spotmarkedet) og forestå avregning og oppgjør. Konsesjonen gjelder således bare fysisk levering. Konsesjons- og tilsynsmyndighet tilligger Norges Vassdrags- og energiverk (NVE). Virksomheten er ikke konsesjonspliktig i Sverige, men regelverk er under utarbeidelse der. Konsesjonen pålegger Nord Pool å utforme aktøravtaler og regelverk, som skal oversendes NVE. Det stilles krav om at regelverket skal være nøytralt, slik at ingen aktører diskrimineres i forhold til andre aktører.

Det er stilt som konsesjonsvilkår at Nord Pool plikter å gi NVE de opplysninger som er nødvendig for å utøve tilsyn. Nord Pool pålegges videre å informere NVE om opptreden i markedet som virker konkurranseregulerende eller er i strid med lov eller forskrift. Dersom Nord Pool vurderer å ekskluderte en aktør skal NVE varsles så tidlig som mulig.

Det følger av energiloven § 4-3 nr 1 og foretakets konsesjon at vesentlige endringer i foretakets virksomhet eller organisasjon skal godkjennes av NVE. Det stilles for øvrig ikke offentligrettslige krav om kompetanse, kapital og organiseringsform.

Nord Pool finansieres ved årsavgift og gebyrer. Det forutsettes i konsesjonsvilkårene at gebyrene skal være kostnadsdekkende ved effektiv drift av Nord Pools virksomhet. Selskapets bokførte egenkapital pr oktober 1998 var 83 mill kroner. Nord Pool er ikke underlagt kapitalkrav utover det som aksjeloven stiller.

Brukerne må undertegne aktøravtale og/eller clearingkundeavtale og stille sikkerhet for å kunne delta i spot markedet. Megleraktører må ha særskilt godkjennelse fra Nord Pool. Deltakerne i markedet må stille sikkerhet tilsvarende nettokjøp siste fire uker, minimum 100.000 kroner. Handel og innmelding i det fysiske markedet skjer gjennom en Internet-tjeneste.

Det følger av NVEs brev til Nord Pool 24. juni 1997 (oversendelse av omsetningskonsesjon) at konsesjonæren «skal sette krav om garantier for deltakelse på konsesjonærens markeder på en måte som sikrer ønsket om aktører med tilstrekkelig soliditet, men som ikke unødvendig begrenser antallet aktører. Konsesjonæren skal dessuten etablere tilfredsstillende sikkerhet for at oppgjøret mot leverandørene kan gjennomføres.»

11.4.1.3 Terminmarkedet

En terminkontrakt for elkraft er en avtale mellom to parter om kjøp eller salg av et visst volum av kraft på et avtalt fremtidig tidspunkt og til en avtalt pris. Kontraktene gjøres opp i kontanter. Terminmarkedet er således et finansielt marked for prissikring av kraft som eventuelt kan handles i spotmarkedet på et fremtidig tidspunkt.

Etablering og drift av det *finansielle* markedet kan skje *uten* konsesjon, offentligrettslige krav eller tilsyn. Det finansielle markedet er avtaleregulert.

Som en følge av at virksomheten drives i Nord Pool, som er underlagt konsesjonskrav, offentligrettslig regulering og tilsyn som distributør av fysisk kraft, vil imidlertid denne reguleringen indirekte komme til anvendelse også for virksomhet i tilknytning til det organiserte markedet for kraftterminer. Prinsipielt er det imidlertid ikke noe i veien for at et finansielt terminmarked med kraft som underliggende kan etableres utenfor en virksomhet som er regulert av energilovens regulering for fysisk kraft.

*Termin*markedet er i dag organisert som et finansielt *future-* og *forward-*marked med spotmarkedets systempris som underliggende referansepris. I terminmarkedet har alle kontrakter finansielt oppgjør. Dersom en part ønsker oppgjør i fysisk kraft må vedkommende bruke det finansielle oppgjøret til å handle kraft i spotmarkedet.

For futures opereres det med standardkontrakter for uker, blokker (à fire uker) og sesonger (tre sesonger i året). Forwards kan kun handles for sesongkontrakter.

For deltakelse i terminmarkedet må *aktøren* undertegne handels- og clearingavtalen. *Clearingkunder* må undertegne clearingavtalen. Videre må aktører og clearingkunder etablere depot- og marginkonti. Dersom en ønsker å delta som *megleraktør* må en i tillegg søke om Nord Pools godkjennelse for dette. Deltakerne i terminmarkedet må stille grunnsikkerhet på 1 mill kroner, og i tillegg innbetale marginsikkerhet mellom 3-10 prosent av verdien av den enkelte kontrakt. På terminmarkedet handler aktørene direkte via et elektronisk handelssystem eller på telefon via markedsplassens «help desk».

For kraft*futures* foretas det løpende avregning av kontraktene hver dag. Oppgjøret medfører at partene i futurekontrakten realiserer hypotetisk tap eller gevinst som om kontrakten forfalt vedkommende dag. Resultatet av oppgjøret innebærer således at kunden enten må innbetale mer sikkerhet til marginkontoen eller får stilt til rådighet deler av innbetalt marginsikkerhet på depotkonto, avhengig av hvilken vei endringene i markedsverdien får betydning for kunden som kjøper eller selger.

Oppgjøret består av:

- *Markedsoppgjør* som er basert på endringene i markedsverdien (sluttpris siste handelsdag) for de kontrakter aktørene har inngått (nettoposisjoner).
- *Prissikringsoppgjør* for kontrakter som går til forfall som er basert på systemprisen i spotmarkedet.
- Beregning av *marginkrav* som tilsvarer den prisrisiko aktørene eksponerer Nord Pool for.

For *forwardkontraktene* foretas det ikke daglig markedsoppgjør. Oppgjør finner først sted når produktet går til levering. Inngående verdi, og derved underlaget for beregning av marginsatsen, justeres daglig. Det foretas daglig avregning, men bare innbetaling av *marginsikkerhet* (ikke av endringen i *kontraktsverdien*).

Norsk Oppgjørssentral utfører gjennom sitt datterselskap NOS Kraft all sikkerhetsberegning og oppgjørsfunksjoner for Nord Pools kunder i Norge. Denne delen av handelen som cleares gjennom NOS Kraft utgjør pr november 1998 70-80 prosent av handelen i det standardiserte krafttermin markedet. Se *"NOS Kraft AS"* i kapittel 11.1.5. I Sverige er det OM Stockholm AB som forestår clearingfunksjonen overfor svenske aktører.

Volumene i det *finansielle* markedet på og utenfor det organiserte elmarkedet har steget raskt i perioden 1995-1998. I løpet av de åtte første

måneder av 1998 ble ca 48,2 TWh[19] (til en verdi av 6,6 mrd kr) omsatt på Nord Pool, mens ca 215,9 TWh ble clearet i det bilaterale markedet. Det meste av denne omsetningen går gjennom energimeglere. Se *"Kraft"* i kapittel 6.4.2 om utviklingen i kraftmarkedet. Prisene pr kWt har i 1998 (frem til oktober) ligget mellom 0,2117 kr og 1,9725 kr.

Gjennom funksjonen som kontraktsmotpart innestår Nord Pool for oppgjør i alle handler. Nord Pools motpartsrisiko i handlene sikres ved krav til sikkerhetsstillelse for aktørene. Nord Pool har også et eget tilbud for innmelding av bilaterale kontrakter (OTC) for clearing. Tilbudet benyttes pr november 1998 for 70-80 prosent av det finansielle markedet for kraft.

Handelen i el-terminmarkedet foregår ved hjelp av innleide systemer for handel, clearing og oppgjør. Handler i derivater (volum og pris) som omsettes over Nord Pool offentliggjøres umiddelbart gjennom frittstående informasjonsdistributører, som for eksempel Reuters. Det er imidlertid ikke krav om innmelding av «utenombørsposter». Det er ikke tvungen handel over Nord Pool. Aktørene kan handle med hvem de vil, også utenfor Nord Pool.

11.4.2 Andre aktører i kraftderivatmarkedet

Handelen på Nord Pool utgjør en liten del av totalmarkedet for finansielle kontrakter knyttet til kraft. Det øvrige markedet omsettes i stor grad gjennom meglerapparatet som forwardkontrakter. De største aktørene her er Norsk Kraftmegling i Trondheim, Meglerselskapet CBF i Sandefjord og Markedskraft i Arendal. Norsk Kraftmegling er representert i samtlige nordiske land, og selskapet tilbyr clearing på sine produkter gjennom et samarbeid med OMLX i London.

11.5 «Handelssystemer» innenfor rammen av tillatelser til investeringstjenestevirksomhet

I Sverige opererte pr november 1998 foretaket InnovationsMarknaden AB som markedsplass for småbedrifter. Foretaket driver virksomhet i henhold til konsesjon som verdipapirforetak, gitt i medhold av den svenske verdipapirhandelloven. 14 bedrifter deltar på markedsplassen. Omlag 12 000 svenske investorer er medlemmer av InnovationsMarknaden AB, og disse har investert ca 250 mill svenske kroner i foretak som selges på markedsplassen (tall hentet fra Kapital nr 16/97). IM Marknadsplats AB og Aktietorget i Norden AB ble den 10. november 1998, med virkning fra 1. januar 1999, tildelt konsesjon som autorisert markedsplass, gitt i medhold av den svenske børs- og clearingloven. Se også *"Danmark og Sverige"* i kapittel 16.3.2.

I Norge er det ett foretak som i medhold av konsesjon som verdipapirforetak driver virksomhet som markedsplass. Kredittilsynet ga høsten 1998 Innovasjonsmarkedet ASA (Innovasjonsmarkedet) konsesjon til å drive virksomhet som verdipapirforetak i henhold til verdipapirhandelloven § 7-1 første ledd, jf § 1-2 første ledd nr 1, 2, 4 og 5. Foretaket tar sikte på å formidle kjøp og salg av aksjer i småbedrifter som ikke oppfyller kravene til å være notert på Oslo Børs' SMB-liste, og å organisere en markedsplass for disse aksjene.

Markedsplassens målsetning vil være å redusere investorenes likviditetsrisiko (risikoen for at det ikke er kjøpere til salgsordren den dagen inves-

19. 1 TWh er en milliard kilowatt timer (kWt). En husstand (villa) bruker ca 20.000 kWt i året.

tor vil ut av aksjen) og informasjonsrisiko (risikoen for at vesentlig informasjon om aksjen ikke tilflyter deg som investor, mens andre investorer har denne informasjonen), slik at risikokapital blir lettere tilgjengelig og billigere for småbedriftene.

For å redusere informasjonsrisikoen skal informasjon om kursutviklingen og informasjon om de enkelte foretakene som handles på markedsplassen gis i dagspressen, på tekst-TV og over Internet. Dette skal gjøre det attraktivt for investorer å handle de aktuelle aksjene, og man vil kunne oppnå likviditet i aksjene.

Innovasjonsmarkedet skal velge de foretak som skal handles på den aktuelle markedsplassen. Selskapet skal videre forhandle frem en avtale med utstederforetaket om formidling av aksjer i en emisjon rettet mot medlemmene av Innovasjonsmarkedet. I avtalen vil det blant annet stilles krav om utsteders informasjonsplikt.

For å bli medlem av Innovasjonsmarkedet må investoren eie minimum 100 aksjer i Innovasjonsmarkedet ASA. Etter dette vil man få tilbud om å være med på emisjoner i de noterte selskapene.

Annenhåndsomsetningen er tenkt gjennomført som et ordredrevet system med åpen ordrebok, med handel mellom kl 10.00 og 16.00 alle hverdager. Innovasjonsmarkedets aksjehandelsavdeling skal formidle handlene.

Ved kjøp og salg av aksjer betaler investor en avgift, som ikke skal overstige 1 prosent av transaksjonsbeløpet. På sikt tar selskapet sikte på å legge til rette for at også ordre skal kunne legges inn via Internet. Selskaper som omsettes på Innovasjonsmarkedet i Norge skal også kunne selges til aksjonærer i selskapet gjennom det svenske Innovationsmarknaden og omvendt.

11.6 Særlig om varederivatmarkedet

Det er ingen generell regulering av markedet for råvarederivater i Norge. I blant annet Sverige er råvarederivater med oppgjør i kontanter definert som et finansielt instrument. I Norge er dette ikke tilfelle.

Olje- og energidepartementet sendte 6. desember 1996 ut et forslag om endringer i energiloven, der det blant annet foreslås en særskilt konsesjonsordning for å drive markedsplass for kraft både for så vidt gjelder fysisk og finansielle kontrakter. I høringsnotatet og i departementet er det ikke avklart hvilke regler som i tilfelle skal gjelde for den finansielle markedsplassen, og lovforslaget ble foreløpig lagt på is i lys av planen om å nedsette et utvalg med representanter for Finansdepartementet og Olje- og energidepartementet som skal vurdere dette nærmere. Finanskomitéens flertall forutsatte i Innst O nr 83 (1996-97) (verdipapirhandelloven) at Regjeringen i neste fremleggelse av nasjonalbudsjett skulle redegjøre for varederivatenes betydning i Norge. Dette ble gjort i St meld nr 1 (1997-98), der det i *"Varederivater"* i kapittel 6.4 redegjøres for de forhold Finanskomitéen etterspurte. Kapitlet avsluttes med følgende konklusjon:

> «Etter gjeldende regler omfatter ikke verdipapirhandelloven omsetning av varederivater. Energiloven har heller ingen særskilte regler om kraftderivater. Verdipapirhandellovens formål er å legge til rette for sikker ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter. En eventuelle regulering av handelen med varederivater bør i utgangspunktet ha samme formål. Et særlig spørsmål som bør utredes nærmere, er

> likevel i hvilken grad verdipapirhandelloven skal gjelde helt eller delvis ved omsetning av varederivater.»

Finansdepartementet oppnevnte 25. september 1998 et utvalg som skal utrede spørsmål knyttet til regulering av handel i varederivater. Utvalget består av medlemmer som representerer Norges Bank, NOS, Nord Pool, Kraftmeglerforbundet i Norden, Kredittilsynet, Oslo Børs, Konkurransetilsynet, Olje- og energidepartementet og Finansdepartementet. Utvalget er gitt følgende mandat:

> «Utvalget 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 utvalget vurdere behov for offentligrettslig regulering av handel i varederivater og av oppgjørsvirksomhet i tilknytning til slik handel.
>
> Endelig skal utvalget utforme et konkret forla til regelverk på dette området.
>
> Finansdepartementet kan gjøre endringer, utdypninger og tillegg i mandatet.»

Utvalget er gitt frist til 15. juni 1999 for å avlevere rapport til Finansdepartementet.

Kapittel 12

Internasjonale rammebetingelser for børsvirksomhet

12.1 Innledning

Virksomhet i tilknytning til ytelse av finansielle tjenester på tvers av landegrensene er regulert gjennom ulike avtaler mellom stater. Hovedmålsettingen for de avtaler som det blir redegjort for nedenfor er å samordne og liberalisere nasjonale regler som blant annet berører spørsmål om adgang til de nasjonale markeder for aktører hjemmehørende i andre land.

Fra Ot prp nr 45 (1995-96) Om lov om endringer i finanslovgivningens regler om etablering i Norge for finansielle tjenesteytere med hovedsete i stat utenfor EØS m m hitsettes:

> «Et hovedmål med internasjonale avtaler som EØS-avtalen, OECD-kodene og GATS («General Agreement on Trade in Services», som er en del av det nye WTO-avtaleverket) er å utvikle et åpnere handelssystem mellom landene som et virkemiddel for å bedre den økonomiske velferden på lengre sikt. Som avtalepart og deltager i dette samarbeidet ønsker også Norge et mer åpent internasjonalt handelssystem basert på felles regler. Etter regjeringens syn bør de nasjonale reglene som særlig berører spørsmål om utlendingers markedsadgang, nasjonal behandling og konkurranseforhold, gjenspeile dette målet.»

I forbindelse med gjennomgang av internasjonale rammebetingelser for organisering av børsvirksomhet vil særlig spørsmål om hvilke krav som stilles til regulerte markeder og om hvem som har rett til å være medlem og herved kunne delta på markedsplassen stå sentralt. Problemstillingen blir således hvorvidt, og overfor hvem, man i henhold til internasjonale avtaler er forpliktet å gi tilgang til markeder for finansielle instrumenter. Ved filialetablering vil verdipapirforetaket kunne delta fysisk på markedsplassen. Ved grenseoverskridende virksomhet vil et verdipapirforetak kunne operere som fjernmedlem.

Videre er forpliktelser om samarbeid, informasjonsutveksling m m vedrørende tilsyn og kontroll av interesse.

12.2 EØS-avtalen – EU-rettslig regulering

12.2.1 Innledning

Norge forpliktet seg ved undertegning av EØS-avtalen til å tilpasse sitt nasjonale regelverk til de direktiver som er en del av avtalen.

For denne utredningens vedkommende er Rdir 93/22/EØF om investeringstjenester i forbindelse med verdipapirer (ISD) sentralt. Direktivet fastsetter regler for godkjennelse av- og virksomheten til investeringsforetak, i Norge kalt verdipapirforetak, men har også visse regler av direkte betydning for børser og andre «regulerte markeder». Hovedformålet med investeringstjenestedirektivet 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.

Investeringstjenestedirektivet må sees i sammenheng med Rdir 93/6/EØF om investeringsforetaks og kredittinstitusjoners kapitaldekningsgrad (CAD).

Følgende direktiver har imidlertid også betydning for børsvirksomhet:

Rådsdirektiv 79/279/EØF om opptaksvilkår for børsnotering. Direktivet 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 vedkommende verdipapir er notert.

Rådsdirektiv 82/121/EØF om børsnoterte foretaks offentliggjøring av periodisk regnskapsinformasjon til børsen (halvårsdirektivet). Direktivet regulerer hvilke halvårsrapporter de børsnoterte selskapene skal offentliggjøre

Rådsdirektiv 80/390/EØF, med endring i henhold til 87/345/EØF, 90/211/EØF og 94/181/EØF, om prospekter. Dette direktivet harmoniserer hvilke krav som skal stilles til et prospekt i forbindelse med at et verdipapir ønskes tatt opp til offisiell notering på fondsbørs innenfor EU. Direktivet fastsetter også prinsipper om grenseoverskridende anerkjennelse av prospekter når disse er godtatt av en fondsbørs (eller «vedkommende myndighet») i EU/EØS.

Rådsdirektiv 89/298/EØF om prospekt ved offentlige tilbud. Direktivet 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. Direktivet gjelder både noterte og unoterte verdipapirer, men da med ulike krav.

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

Rådsdirektiv 89/592/EØF om samordning av bestemmelsene om innsidehandel stiller krav om at medlemslandene med visse avgrensninger skal forby personer å handle med verdipapirer på bakgrunn av innsideinformasjonen, å bringe slik informasjon videre og å gi råd basert på slik informasjon.

Ovennevnte børsdirektiver har særlig to hovedformål: 1) Gjennom harmonisering og gjensidig anerkjennelse av prospekter, regnskaper o s v 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. 2) Børsdirektivene skal ved fastsettelse av minimumsregler om betingelser for børsnotering og om utsteders opplysningsplikt beskytte investorene og forbedre mulighetene for å foreta investeringer på tvers av landegrensene. Børsdirektivene vil utover en materiell regulering ofte ha regler om tilsyn og om gjensidig anerkjennelse av myndighetshandlinger, prospekter o l og om relasjoner til tredje land. Disse reglene svarer til de regler som gjelder for investeringsforetak og kredittinstitusjoner.

Det foreligger ikke noen EF direktiv om tilbudsplikt. EU-kommisjonen har imidlertid fremmet et utkast til 13. selskapsdirektiv om overtakelsestilbud. På det nåværende tidspunkt har ikke medlemslandene kommet til enighet om innholdet i direktivforslaget.

EU-reguleringen av børsområdet er ikke fullstendig. Til nå er den mest omfattende reguleringen konsentrert om harmonisering av betingelser for opptak av verdipapirer til notering på fondsbørser i EU, samt opplysningsplikten i prospekter.

Direktivene vil bli nærmere omtalt nedenfor.

12.2.2 Investeringstjenestedirektivet – ISD

12.2.2.1 Formål og virkeområde

Rådsdirektiv 93/22/EØF av 10. mai 1993 om investeringstjenester i forbindelse med verdipapirer (ISD) har som sitt hovedformål å etablere ett felles EØS-marked for investeringstjenester.

I verdipapirhandelloven § 1-2 første ledd er *investeringstjenester* definert som

> «..følgende tjenester når disse ytes på forretningsmessig basis:
> 1. mottak og formidling av ordre på vegne av investor i forbindelse med finansielle instrumenter, samt utførelse av slike ordre,
> 2. omsetning av finansielle instrumenter for egen regning,
> 3. aktiv forvaltning av investorers porteføljе av finansielle instrumenter på individuell basis og etter investors fullmakt,
> 4. garantistillelse for fulltegning av emisjoner eller andre offentlige tilbud som nevnt i *"Samfunnsøkonomiske sider ved børsvirksomhet og verdipapirmarkedet"* i kapittel 5, eller plassering av slike emisjoner eller tilbud,
> 5. markedsføring av finansielle instrumenter.»

Denne definisjonen er, med unntak av nr 5, implementert direkte fra ISD, artikkel 1 nr 2, jf vedlegg A. Markedsføring av finansielle instrumenter er ikke definert som en investeringstjeneste i ISD. Reguleringen av denne tjenesten er for så vidt et særnorsk fenomen. Det vises til Ot prp nr 15 for 1995-96 punkt 3.3.2 for nærmere begrunnelse. Det er tjeneste nr 1 og 2 som er de mest sentrale i forbindelse med børsvirksomhet. Dette er tjenester som i dagligtale normalt omtales som henholdsvis megling og market-making. De foretak som tilbyr investeringstjenester vil nedenfor bli benevnt som verdipapirforetak, jf verdipapirhandelloven § 1-4. Dette begrepet er også ment å omfatte kredittinstitusjoner som yter investeringstjenester. Slike kredittinstitusjoner har gjennom bankdirektivene tilsvarende rettigheter som øvrige verdipapirforetak i henhold til ISD.

ISD tar sikte på at målsetningen om ett marked for investeringstjenester skal oppnås ved å fjerne nasjonale hindringer som begrenser tilbydere av investeringstjenester å utøve denne virksomheten over landegrensene. Denne liberaliseringen er basert på at det etableres et omforenet sett av minimumsvilkår som tilbyder av investeringstjenester må oppfylle, og prinsippet om gjensidig anerkjennelse av de enkelte medlemsstaters hjemlandskontroll og godkjennelse av foretak som tilbyr investeringstjenester.

ISD setter opp krav som må være oppfylt for å få tillatelse til å tilby investeringstjenester, samt krav til det enkelte lands tilsyn og kontroll med verdipapirforetakene. De krav ISD fastsetter er imidlertid minimumskrav. Dette innebærer at det nasjonalt kan settes strengere krav overfor egne lands verdipapirforetak enn det som fremgår av direktivet. Dersom det anses påkrevet av «allmenne hensyn» kan strengere krav også gis med virkning for verdipapirforetak hjemmehørende i andre medlemsstater og som driver virksomhet i det aktuelle vertsland. Forutsetningen er imidlertid at ikke-nasjonale aktører ikke pålegges strengere krav enn de nasjonale aktørene.

De krav ISD fastsetter må sees i sammenheng med Rdir 93/6/EØF av 15. mars 1993 om verdipapirforetaks og kredittinstitusjoners kapitaldekningsgrad (CAD). Dette direktivet fastsetter felles regler for minimumskrav til startkapital og ansvarlig kapital for verdipapirforetak. Kapitalkravene i CAD fast-

settes i henhold til beregninger basert på de direktivregulerte risiki det enkelte foretak til en hver tid er eksponert for.

Et verdipapirforetak med tillatelse fra sitt hjemlands myndigheter har etter direktivet rett til fritt å yte investeringstjenester i alle EØS-land; enten gjennom en filial etablert i vertslandet, eller som grenseoverskridende virksomhet fra sitt kontor i hjemlandet. Direktivet fastsetter prosedyrer for hvordan slik etablering skal gjennomføres. Et utenlandsk selskap hjemmehørende i en EØS-stat kan i tillegg etablere et datterselskap i det aktuelle land det ønsker å drive virksomhet i. Dette selskapet vil imidlertid være et nasjonalt selskap og må innhente tillatelse fra myndighetene i det land det er opprettet i. Det følger av ISD at et medlemsland ikke kan nekte et foretak hjemmehørende i en EØS-stat å opprette datterforetak i andre EØS-stater. Forutsetningen er at foretaket oppfyller de krav den enkelte nasjonale lovgivning stiller til et slikt foretak.

De deler av direktivet som refererer seg til verdipapirforetak ble i hovedsak implementert ved lov 7. juni 1996 nr 25 om endring av verdipapirhandelloven og videreført i den nye verdipapirhandelloven av 19. juni 1997 nr 79. For de krav som refererer seg til børsen som markedsplass er det lagt til grunn at børsloven med forskrifter oppfyller direktivets krav. Det vises for så vidt til Ot prp nr 85 (1991-92) side 20 flg.

12.2.2.2 Nærmere om etableringsretten

12.2.2.2.1 Regulert marked

Som en følge av prinsippet om fri tilgang til de enkelte staters markeder for investeringstjenester, presiserer direktivets artikkel 15 at foretak som omfattes av den gjensidige anerkjennelsen skal få adgang til det enkelte lands regulerte markeder samt tilhørende avregnings- og oppgjørsordninger som stilles til rådighet for medlemmer av regulerte markeder.

ISD artikkel 1 nr 13 definerer hva som regnes som *et regulert marked* for finansielle instrumenter:

> «et marked for finansielle instrumenter <.....>
> – som er oppført på listen <....> satt opp av den medlemsstat som <....> 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.»

I Norge er bestemmelsen grunnlaget for definisjonen av «regulert marked» i verdipapirhandelloven § 1-3. ISD artikkel 16 pålegger medlemsstatene å utarbeide en liste over de regulerte markeder som er etablert i de enkelte medlemsland. Listen skal formidles til Kommisjonen og de øvrige medlemslandene. Det er pr november 1998 bare Oslo Børs som oppfyller ovennevnte vilkår for «et regulert marked» for finansielle instrumenter i

Norge. Oslo Børs' virksomhet som markedsplass er i all hovedsak regulert gjennom børsloven, børsforskriftene og verdipapirhandelloven. For nærmere omtale vises det til *"Nåværende organisering av børsen og børsens relasjoner"* i kapittel 8 og *"Nærmere om børsens oppgaver og virksomhet"* i 9.

Markeder som ikke er regulerte faller helt utenfor ISD's virkeområde både med hensyn til markedets funksjon og hvem som skal ha rett til å delta i markedet. ISD regulerer heller ikke medlemsstatenes adgang til å tillate eller forby opprettelse av nye markeder på sitt territorium, jf artikkel 15 nr 5, hvor det heter at «bestemmelsene i denne artikkel er ikke til hinder for at medlemsstatene kan tillate eller forby opprettelse av nye markeder på sitt territorium».

En hjemstat kan imidlertid ikke nekte et verdipapirforetak i vedkommende land å være fjernmedlem av en regulert markedsplass i andre EØS-stater. Det følger av ISD artikkel 15 nr 4 at dersom reglene for virksomhet på regulerte markeder i vertsstaten ikke inneholder krav om fysisk tilstedeværelse, skal hjemstaten tillate at regulerte markeder i vertsstaten sørger for de nødvendige midler («facilities») på hjemstatens territorium, slik at dens verdipapirforetak kan opptas på et regulert marked i en vertsstat. Typisk omfatter dette rett til å utplassere handelsterminaler m v hos medlemmer i vertsstaten. Denne plikten gjelder bare for fjernmedlemskap av andre lands *regulerte* markeder. ISD er således ikke til hinder for at hjemlandsmyndighetene kan forby egne verdipapirforetak å være fjernmedlem i *uregulerte* markeder.

Det går en ikke avklart grense mellom på den ene side hjemlandsmyndighetenes plikt til å tillate egne verdipapirforetak å være fjernmedlemmer av andre lands regulerte markeder og på den annen side retten til å tillate eller forby opprettelse av nye markeder i vedkommende land.

Dersom det opprettes et regulert marked i ett EØS-land som bare omsetter aksjer i foretak som har hovedkontor i et annet EØS-land, og alle medlemmene i dette markedet er fjernmedlemmer som fysisk oppholder seg i det land utstederne har hovedkontor, kan en stille spørsmål om hvor markedet egentlig er etablert. Spørsmålet er om det kan legges til grunn at markedet er etablert i det land hvis myndighet har regulert markedet, jf definisjonen av et regulert marked, eller om markedet anses for å være i det land de utstedende selskaper og medlemmene fysisk befinner seg i. Dersom det legges til grunn at markedet er hjemmehørende i det land som har regulert det, og dette ikke er det land som huser utstedere, markedsplassens medlemmer, og som en følge av dette antakelig de fleste investorene, vil direktivets presisering av hvert lands adgang til selv å stå fritt til å tillate eller nekte etablering av et marked i vedkommende land neppe ha særlig innhold. Mye taler derfor for at det er den stat hvor markedet faktisk er etablert som kan nekte opprettelsen av dette, uavhengig av om det foretak som organiserer markedet har tillatelse og er underlagt regulering, jf vilkårene i ISD artikkel 1 nr 13, i en annen EØS-stat.

12.2.2.2.2 Deltakelse i markedet

ISD pålegger medlemsstatene å sørge for at alle EØS-verdipapirforetak som oppfyller hjemlandets krav, herunder minimumskrav i ISD, til å drive mottak, formidling og utførelse av ordre på vegne av investor i forbindelse med finansielle instrumenter og omsetning av finansielle instrumenter for egen regning, skal kunne være medlem av regulerte markeder i andre EØS-land på lik linje

med foretak hjemmehørende i vedkommende land. Tilsvarende gjelder for tilgangen til avregnings- og oppgjørsordninger som stilles til rådighet for medlemmer av de regulerte markeder.

ISD regulerer bare verdipapirforetakenes adgang til å delta på regulerte markedsplasser. Andre foretak, for eksempel store institusjonelle investorer, kan ikke kreve å bli direkte deltaker på et regulert marked i medhold av ISD.

Verdipapirforetaket skal selv kunne velge på hvilken måte det vil delta på det regulerte markedet. ISD nevner tre alternative måter: Foretaket skal kunne være direkte medlem gjennom filial; indirekte ved å opprette et datterforetak i vertsstaten eller ved å erverve et foretak i vertsstaten som allerede er medlem av eller har adgang til disse markeder; eller foretaket kan delta i markedet som fjernmedlem gjennom grenseoverskridende virksomhet, for eksempel via tilknyttet terminal i hjemlandet.

Deltakelse som fjernmedlem forutsetter at markedsplassen ikke er organisert slik at fysisk tilstedeværelse på markedsplassen er et krav for deltakelse. Fysisk tilstedeværelse kan være en forutsetning der handelen, slik situasjonen er (inntil februar 1999) på Oslo Børs' egenkapitalmarked, gjennomføres ved at børsrepresentantene må avtale hver enkelt omsetning seg i mellom pr telefon eller ved annen kontakt, og deretter registrere/bekrefte handelen i det elektroniske handelsstøttesystemet via terminaler som er plassert på børsen. ISD aksepterer at slike forutsetninger om fysisk tilstedeværelse innskrenker verdipapirforetakenes valgfrihet med hensyn til tilknytningsform.

Direktivet aksepterer imidlertid ikke tekniske eller juridiske hindringer som begrenser antallet børsmedlemmer. Dersom adgangen til et regulert marked er begrenset på grunn av markedets juridiske struktur eller tekniske kapasitet, skal medlemsstatene sørge for at strukturen og kapasiteten jevnlig tilpasses det løpende behov.

Direktivet omhandler utover dette ikke opptakskrav for medlemmer på markedsplassen. Nasjonale myndigheter står således i utgangspunktet fritt forsåvidt gjelder hvilke krav som skal stilles for at et foretak skal kunne delta som medlem med hensyn til kvalifikasjoner for børsrepresentanter, adferdsregler m v, se likevel nedenfor om kapitaldekningskrav.

Det heter i artikkel 15 nr 2 at:

> «Adgang til et regulert marked, opptak som medlem eller fortsatt adgang eller medlemskap skal være betinget av at det regulerte markedets regler om opprettelse og administrasjon av dette marked overholdes, og av at reglene om transaksjoner på dette markedet, de faglige krav som stilles til personalet som arbeider på dette markedet eller i forbindelse med det, og reglene om fremgangsmåtene i forbindelse med avregnings- og oppgjørsordninger overholdes.»

De opptakskrav og adferdsregler som gjelder kan imidlertid ikke diskriminere i forhold til medlemmenes nasjonalitet, jf artikkel 28.

Som nevnt ovenfor er det en forutsetning for retten til fritt å kunne delta i markedet at vedkommende foretak har tillatelse fra hjemstaten til å yte investeringstjenester og at de prosedyrer ISD fastsetter er fulgt i forbindelse med etableringen av virksomheten i vertslandet. Dersom vilkår etter hjemlandets tillatelse ikke er oppfylt når et foretak søker å etablere seg i en annen stats marked kan vedkommende myndigheter nekte foretaket adgang til markedet. Likeledes kan et medlem ekskluderes dersom vilkårene for tillatelse ikke lengre er oppfylt.

ISD artikkel 15 nr 2 fastsetter spesielt at et verdipapirforetak som ikke oppfyller kapitaldekningskravene i CAD kan nektes adgang/medlemskap i det regulerte markedet. Dersom kapitaldekningsgraden faller under minimumskravene må et medlem kunne ekskluderes. Det kan imidlertid ikke stilles krav om at utenlandske foretak må ha en høyere kapitaldekningsgrad i henhold til CAD enn nasjonale medlemmer. Forbudet mot diskriminering på grunnlag av nasjonalitet kommer her til anvendelse, jf ISD artikkel 28.

Artikkel 28 er ikke til hinder for at et verdipapirforetak pålegges en forholdsmessig økning av den ansvarlige kapitalen for å ta høyde for risiki som utenlandsk foretak ved virksomhet i et vertsland eksponeres for, og som ikke er omfattet av CAD. Et eksempel på en slik særlig risiko er det solidaransvar som blir pålagt foretak som opptrer som kontofører i VPS, jf *"Rammebetingelser"* i kapittel 11.2.2. I Norge har det ikke vært aktuelt med slike særskilte kapitalkrav.

ISD forutsetter videre at adgang til et regulert marked, opptak som medlem eller fortsatt adgang eller medlemskap skal være betinget av at det regulerte markedets regler om opprettelse, administrasjon og transaksjoner overholdes. Videre er det en forutsetning at de faglige krav som stilles til personalet som arbeider på eller i forbindelse med det aktuelle markedet oppfylt, og at reglene og fremgangsmåtene i forbindelse med avregnings- og oppgjørsordninger overholdes.

12.2.2.3 Krav til gjennomsiktighet i markedet

For å verne investorene og for å sikre at markedet for finansielle instrumenter virker i tråd med sin hensikt etablerer ISD artikkel 21 minstekrav til gjennomsiktighet ved transaksjoner i instrumenter som omsettes på et regulert marked. Gjennomsiktighet etableres ved at informasjon om tilbud og etterspørsel og data for foretatte transaksjoner gjøres tilgjengelig for markedets aktører. Utgangspunktet for direktivet er gjennomsiktighet på detaljmarkedet («retail») i motsetning til markedet for transaksjoner av stort volum («wholesale»). Bestemmelsen skiller mellom førhandels- og etterhandelsinformasjon og mellom pris- og ordredrevne handelssystemer.

Tilgjengelighet av informasjon om til hvilke betingelser et finansielt instrument etterspørres i markedet («før handel-informasjon») vil være nødvendig for at en potensiell investor skal ha grunnlag for å vurdere hvorvidt han selv skal foreta en handel i markedet. For i etterkant av handelen å kunne vurdere hvorvidt denne ble foretatt innenfor markedets betingelser for tilbud og etterspørsel på det aktuelle tidspunkt, vil det for den enkelte også være nødvendig å få informasjon om til hvilke priser ulike volumer er handlet for i de enkelte finansielle instrumenter («etter handel-informasjon»).

For at investorene til enhver tid skal kunne vurdere vilkårene for en transaksjon de har til hensikt å foreta, og i etterhånd kunne kontrollere under hvilke forhold den er foretatt, fastlegger ISD således minimumskrav til offentliggjøring av markedsinformasjon om kurs og volum for de enkelte finansielle instrumenter som omsettes på det regulerte markedet.

Vedkommende myndigheter skal fastsette opplysningenes form og fristen for å gi opplysningene, samt på hvilken måte de skal stilles til rådighet. Kravene skal fastsettes på bakgrunn av det berørte markedets art, størrelse og behov, og til de investorer som opererer på markedet.

Som *hovedregel* fastsetter ISD artikkel 21 følgende *minimumskrav* for offentliggjøring av informasjon om det enkelte instrument: Hvert marked skal

på begynnelsen av hver handelsdag offentliggjøre veid gjennomsnittskurs, høyeste og laveste kurs, samt hvor mye som er omsatt på det aktuelle regulerte marked i løpet av hele den foregående handelsdag. For kontinuerlige ordredrevne markeder, slik som Oslo Børs' aksjemarked, og for prisdrevne markeder, slik som Oslo Børs' rentemarked i hovedsak funksjonerer, skal det også ved avslutningen av hver handelstime offentliggjøres veid gjennomsnittskurs og hvor mye som er omsatt på det aktuelle regulerte marked i løpet av seks handelstimer, slik at det før offentliggjøringen er et mellomliggende tidsrom på to handelstimer. Videre skal det hvert tjuende minutt offentliggjøres veid gjennomsnittskurs og høyeste og laveste kurs på det aktuelle regulerte marked i løpet av to handelstimer, slik at det før offentliggjøringen er et mellomliggende tidsrom på en handelstime.

Dersom investorene på forhånd har adgang til opplysninger om de kurser som skal gjelde og de mengder som kan omsettes, skal slike opplysninger være tilgjengelige til enhver tid mens markedet er åpent. Investoren skal kunne foreta en bestemt transaksjon på de angitte vilkår om en bestemt kurs og mengde som således er offentliggjort.

Hovedreglene om krav til offentliggjøringsrutiner kan imidlertid fravikes i følgende tilfeller: Dersom ekstraordinære forhold på markedet tilsier det, eller for å bevare foretakenes og investorenes anonymitet når det dreier seg om små markeder kan, vedkommende myndigheter utsette eller suspendere offentliggjøringen. Vedkommende myndigheter kan videre anvende særlige bestemmelser ved uvanlige transaksjoner som har et svært stort omfang i forhold til gjennomsnittsstørrelsen på transaksjoner med det aktuelle verdipapir på dette marked, eller i forbindelse med illikvide verdipapirer, definert etter objektive og offentliggjorte kriterier.

Ovennevnte unntak er gitt fordi prinsippet om gjennomsiktighet i visse tilfeller må vike av hensyn til effektiviteten i markedet. Dersom store poster omsettes i markedet kan dette få kunstige innvirkninger på kursene når transaksjonene offentliggjøres, samt uforholdsmessig risiko for market-makere. Denne reaksjonen kan dempes ved å utsette offentliggjøring av informasjonen om slike transaksjoner.

I forbindelse med transaksjoner med obligasjoner eller instrumenter som sidestilles med obligasjoner er det videre åpnet opp for at den enkelte medlemsstat kan fastsette mindre strenge bestemmelser. Dette gjelder særlig med hensyn til frist for offentliggjøring av foretatte transaksjoner.

Som nevnt innledningsvis i dette avsnitt er ovennevnte krav minimumsstandarder. Medlemsstatene kan således fastsette strengere regler. Dette forutsetter imidlertid at disse bestemmelser gjelder uansett i hvilken medlemsstat utstederen av de finansielle instrumenter befinner seg, eller uansett på hvis medlemsstats regulerte marked instrumentet ble notert første gang.

Som nevnt ovenfor skal myndighetene treffe tiltak for å gi investorene nærmere angitte opplysninger om under hvilke forhold en transaksjon på et regulert marked er foretatt. Myndighetene skal fastsette nærmere krav til opplysningenes form, frister for å gi opplysningene, samt på hvilken måte de skal stilles til rådighet. *Utvalget* legger til grunn at dagens regler for børsvirksomhet oppfyller direktivets krav til hvilke opplysninger som skal gis. Det vises til børsloven § 4-6 og børsforskriften *"Organisering av børsvirksomhet i enkelte andre land"* i kapittel 13. Regler om børsmedlemmenes registrering av avtaleinngåelser fremgår av børsforskriften § 13-3. I henhold til forskriftens § 13-2 skal kursnoteringene formidles til de børsmedlemmer som etter børs-

medlemskapets art skal gis slike opplysninger og i tillegg offentliggjøres etter nærmere bestemmelser fastsatt av børsstyret. Se *"Regler om børsens informasjonsgivning"* i kapittel 9.6 og *"Teknisk organisering av kursnoteringene/markedsplassen"* i 9.7. Om verdipapirforetakenes rapporteringsplikt etter artikkel 20 vises det til *"Verdipapirforetakenes rapporteringsplikt"* i punkt 12.2.2.5.4 nedenfor.

12.2.2.4 Adgang til å kreve at transaksjoner skal foretas på et regulert marked

Det følger av ISD artikkel 14 at:

1. En medlemsstat kan kreve at transaksjoner i forbindelse med tjenestene omhandlet i nr. 1 skal foretas på et regulert marked, når de oppfyller samtlige av følgende kriterier:

– investor skal ha sitt vanlige bosted eller være etablert i medlemsstaten,
– investeringsforetaket skal foreta transaksjonen enten gjennom et hovedforetak eller en filial som er beliggende i medlemsstaten eller i henhold til adgangen til å yte tjenester i medlemsstaten,
– transaksjonen skal gjelde et instrument som omsettes på et regulert marked i medlemsstaten.

2. Når en medlemsstat anvender nr. 3, skal den gi de investorer som har sitt vanlige bosted eller er etablert i medlemsstaten, rett til å unnlate å oppfylle plikten i nr. 3 og til å få transaksjonene omhandlet i nr. 3 utført utenom et regulert marked. Medlemsstatene kan bestemme at en slik rett kan utøves bare når det foreligger en uttrykkelig tillatelse, idet det tas hensyn til at investorene ikke har de samme behov for vern, og særlig til at de profesjonelle og institusjonelle investorer må gis mulighet til å ivareta sine interesser så godt som mulig. Denne tillatelsen skal under alle omstendigheter kunne gis på vilkår som ikke er til hinder for at investors ordre utføres umiddelbart.»

Medlemsstatene kan etter dette i visse tilfeller kreve at transaksjoner foretak, som deltaker i et regulert marked gjennom datterforetak, filial eller ved grenseoverskridende virksomhet, mottar og formidler eller utfører, *skal* foretas på et regulert marked innen EØS. Dette medfører at regulerte markedsplasser kan gis monopol på visse transaksjoner i noterte verdipapirer.

12.2.2.5 Tilsyn og myndighetskontroll

12.2.2.5.1 Innledning

Forutsetningen for prinsippet om en hjemlandskonsesjon til verdipapirforetak med virkning for hele EØS-markedet hviler på et annet prinsipp, prinsippet om hjemlandstilsyn og -kontroll. Det er foretakets hjemland som til en hver tid er ansvarlig for at de foretak som opererer i henhold til konsesjon oppfyller minimumskravene i ISD. Nærmere regler om tilsyn er gitt i artikkel 22 følgende. Direktivets krav om hjemlandstilsyn- og kontroll er implementert i verdipapirhandelloven kapittel 13.

12.2.2.5.2 Samarbeid mellom tilsynsmyndigheter

Dersom det er flere «vedkommende myndigheter» i medlemsstaten, slik tilfellet er for verdipapirmarkedet i Norge, krever direktivet at disse skal føre et nært samarbeid om tilsynet med verdipapirforetak som utøver virksomhet i medlemsstaten. Medlemsstatene skal sørge for at et slikt samarbeid finner sted mellom vedkommende myndigheter og de offentlige myndigheter som har til oppgave å føre tilsyn med finansmarkeder, kredittinstitusjoner og andre finansinstitusjoner og forsikringsforetak, med hensyn til de foretak disse forskjellige myndigheter fører tilsyn med. Se artikkel 23 nr 1 og 2.

12.2.2.5.3 Samarbeide mellom de enkelte lands tilsynsmyndigheter

Dersom et verdipapirforetak ved å yte tjenester eller ved å opprette filialer utøver virksomhet i en eller flere medlemsstater ut over hjemstaten, skal vedkommende myndigheter i alle de berørte medlemsstater føre et nært samarbeid slik at de mer effektivt kan ivareta sitt ansvar på de områder som omfattes av dette direktiv. De skal på anmodning gi hverandre alle opplysninger om ledelse og eierstruktur i slike verdipapirforetak som kan lette tilsynet med dem, samt alle opplysninger som kan lette kontrollen med slike foretak. Hjemstatens myndigheter skal særlig samarbeide for å sikre seg at vertsstatens myndigheter kan innhente de opplysninger som er nødvendig for at vertsstatens myndigheter kan kontrollere at foretaket overholder de standarder i vertsstaten som gjelder for dem. Hjemstatens myndigheter skal, i den grad det er nødvendig for å foreta den kontroll de er bemyndiget til, underrettes av vedkommende myndigheter i vertsstaten om ethvert tiltak som innebærer sanksjoner overfor et verdipapirforetak eller begrensninger av et verdipapirforetaks virksomhet, og som vertsstaten har truffet for å forhindre eller straffe handlinger som er i strid med regler for god forretningsskikk eller andre lover og forskrifter vedtatt av hensyn til allmenne interesser.

Når et verdipapirforetak som er gitt tillatelse i en annen medlemsstat, utøver virksomhet i en vertsstat gjennom en filial, skal vertsstaten sørge for at vedkommende myndigheter i hjemstaten etter å ha underrettet vedkommende myndigheter i vertsstaten, selv eller ved en person som de utpeker for dette formål, kan foreta kontroll på stedet av opplysninger om ledelse og eierstruktur, samt alle opplysninger som kan lette kontrollen med foretaket.

Vedkommende myndigheter i hjemstaten kan også rette en anmodning til vedkommende myndigheter i vertsstaten om at det må foretas kontroll. De myndigheter som mottar anmodningen skal enten foreta kontrollen selv, tillate at de myndigheter som har fremsatt anmodningen foretar kontrollen eller la en revisor eller annen sakkyndig foreta den. Vedkommende myndigheter i vertsstaten skal uansett for å ivareta sitt ansvar etter ISD kunne foreta stedlig tilsyn av filialer etablert på vertsstatens territorium.

12.2.2.5.4 Verdipapirforetakenes rapporteringsplikt

Når verdipapirforetak deltar i andre lands regulerte markeder, har ikke hjemlandet samme tilgang til informasjon om de enkelte transaksjoner som de naturlig vil ha for hjemlandsmarkedene. For å sikre at myndigheter som har ansvar for markeder og tilsyn har til rådighet de opplysninger som er nødvendige for at de skal kunne utføre sin oppgave, fastsetter ISD artikkel 20 nærmere minimumskrav til verdipapirforetakenes plikt til å lagre og rapportere informasjon om transaksjoner foretaket har utført i forbindelse med tjenester

utført i filial eller ved grenseoverskridende virksomhet i andre EØS-stater. Kravene refererer seg bare til transaksjoner foretatt med instrumenter som omsettes på et regulert marked. Det er imidlertid ikke nødvendig at transaksjonene har funnet sted på et regulert marked. Også informasjon om utenombørshandler skal rapporteres og lagres.

Direktivets krav om verdipapirforetakenes rapporteringsplikt er implementert i verdipapirhandelloven § 12-2 tredje ledd. Se om forslaget til nytt tredje ledd i § 12-2 i Ot prp nr 65 (1997-98) side 43, jf side 39 og side 34-35.

12.2.2.5.5 Taushetsplikt

Den som arbeider eller har arbeidet for vedkommende myndigheter, samt revisorer eller sakkyndige som opptrer på vegne av vedkommende myndigheter, skal være underlagt taushetsplikt, jf artikkel 25. Taushetsplikten er imidlertid ikke til hinder for at vedkommende myndigheter i de forskjellige medlemsstater utveksler opplysninger i samsvar med de direktiver som gjelder for verdipapirforetak. Slik utveksling av opplysninger er nærmere regulert i artikkel 25. Disse reglene er endret ved Rdir 95/26 om endring av direktiv 77/780/EØF og 89/646/EØF om kredittinstitusjoner, direktiv 73/239/EØF og 92/49/EØF om skadeforsikring, direktiv 79/267/EØF og 92/96/EØF om livsforsikring, direktiv 93/22/EØF om verdipapirforetak og direktiv 85/611/EØF om foretak for kollektiv investering i verdipapirer med henblikk på å styrke tilsynet.

12.2.3 Opptaksdirektivet

Rådsdirektiv 79/279/EØF av 5. mars 1979 regulerer samordning av vilkårene for opptak av verdipapirer til offisiell notering på en fondsbørs. 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. En sterkere integrering av de nasjonale verdipapirmarkedene vil således bidra til opprettelsen av et europeisk kapitalmarked.

Direktivet pålegger også utstedere av børsnoterte aksjer eller obligasjoner en løpende informasjonsplikt om kursrelevante forhold eller hendelser. I henhold til vedlegg C nr 5 a og vedlegg D artikkel 4 a er aksje- og obligasjonsutstedere forpliktet til så snart som mulig å offentliggjøre nye vesentlige opplysninger som kan føre til betydelige kurssvingninger for vedkommende verdipapir. I Norge er disse kravene implementert ved børsloven § 4-7, jf børsforskriften § 5-2 og § 10-2.

I vedlegg C artikkel 4 a og vedlegg D artikkel 3 a pålegges utstederne så snart som mulig å offentliggjøre årsregnskap og årsberetning. Vedlegg C artikkel 6 og vedlegg D artikkel 5 fastsetter at utsteder skal sørge for at de samme opplysninger stilles til rådighet for alle de børser hvor vedkommende verdipapir er opptatt til offisiell notering.

Etter artikkel 13 kan vedkommende myndighet avkreve en utsteder enhver opplysning som den finner hensiktsmessig med henblikk på å beskytte investorene og sikre at markedet funksjonerer på en hensiktsmessig måte.

De krav som opptaksdirektivet stiller til søkeren og de aktuelle verdipapirene er minimumskrav. Det kan settes strengere krav nasjonalt så lenge reglene ikke diskriminerer med hensyn til nasjonalitet. Fra NOU:2 1996 Verdipapirhandel side 99 hitsettes i denne sammenheng:

> «Utvalget legger til grunn at børsl. § 4-7 og børsforskriften oppfyller kravene i Rdir. 79/279 og Rdir. 82/121. Det vises forøvrig til at direktivene kun stiller minimumskrav, slik at det er opptil de enkelte medlemsstater å stille strengere krav. Det kan derfor være forskjeller i opplysningspliktbestemmelsene i de enkelte medlemsland. Videre kan tredjeland som ikke er underlagt direktivene ha avvikende bestemmelser om opplysningsplikt i forhold til de som gjelder i Norge. Et særlig problem kan oppstå i tilfeller der et børsnotert selskap i Norge er i forhandlinger med et selskap som er børsnotert i et annet land, om en avtale som kan ha betydning for kursen. Dersom det i et slikt tilfelle gjelder strengere regler i Norge, påpeker utvalget at det vil kunne være tilstrekkelig at selskapet gir opplysningene kun til børsstyrets leder, børsdirektøren eller børsdirektørens stedfortreder, jf. børsforskriften § 23-2.»

Det er presisert i ISD at opptaksdirektivet ved konflikt mellom reglene i de to direktivene har forrang i forhold til ISD.

12.2.4 Halvårsdirektivet

Rådsdirektiv 82/121/EØF stiller krav til hvilken regelmessig regnskapsinformasjon som skal offentliggjøres av selskaper hvis aksjer er opptatt til offisiell notering på en fondsbørs.

Direktivet, som omtales som halvårsdirektivet, pålegger utstederne av børsnoterte aksjer en forpliktelse til å offentliggjøre en halvårsrapport. Bakgrunnen for direktivets krav til halvårsrapportering er at det ikke skal gå for lang tid uten at offentligheten kommer ajour med selskapets samlede økonomiske situasjon. Kravet 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.

Direktivet er implementert i nåværende børsforskrift, jf *"Kapitalmarkedet i Norge"* i kapittel 6.

12.2.5 Prospektdirektivene

Rådsdirektiv 80/390/EØF av 17. mars 1980 regulerer kravene til utforming, kontroll og spredning av prospekter som skal offentliggjøres i forbindelse med opptak av verdipapirer til offisiell notering på en fondsbørs. Direktivet tar sikte på å i tilstrekkelig grad gjøre de garantier et prospekt skal være så likeverdige som mulig i de forskjellige medlemsstatene. Prospektkravene skal sikre nåværende og fremtidige eiere av verdipapirer en fyllestgjørende informasjon som er så objektiv som mulig. Direktivet tar sikte på å etablere en minimumsstandard for den informasjon offentligheten skal motta. Direktivet gjelder ved

en hver notering av verdipapirer, uavhengig av verdipapirenes samlede beløp. For verdipapirer utstedt av EØS-stater er det gitt unntaksregler. Dette direktivet er gitt forrang i forhold til Rdir 89/298/EØF om prospektkontroll, der det gis offentlige tilbud om tegning eller erverv av verdipapirer i forbindelse med verdipapirer som søkes børsnotert.

Direktivet er senere endret ved Rdir 87/345/EØF av 22. juni 1987, Rdir 90/211/EØF av 23. april 1990 og Rdir 94/181/EØF av 30. mai 1994. Kravene er i Norge implementert særlig ved børsforskriften § 2-2 jf del V for aksjer og § 8-4 jf del VI for obligasjoner og sertifikater. Se også børsloven § 4-3 tredje ledd og § 4-4 annet ledd.

Rådsdirektiv 89/298/EØF av 17. april 1989 tar sikte på å samordne de ulike medlemslands krav til utforming, kontroll og spredning av det prospekt som skal offentliggjøres når verdipapirer legges ut til offentlig tegning eller tilsvarende førstegangsutbud, se verdipapirhandelloven § 5-1 første ledd annet punktum. Direktivet stiller videre krav om at direktivets krav skal kontrolleres av «vedkommende myndighet». I Norge er det børsen som er «vedkommende myndighet» i forhold til dette regelsettet. Direktivet er implementert gjennom regelverket i verdipapirhandelloven kapittel 5, og faller for så vidt utenfor nærværende utvalgs arbeidsområde. Ved forskrift om samordning av prospektkrav ved offentlig kontroll av tilbud om tegning eller kjøp av omsettelige verdipapirer i flere EØS-stater og forskrift om krav til opplysninger i prospekt ved offentlig tilbud om tegning eller kjøp av omsettelige verdipapirer, begge gitt av Finansdepartementet 7. desember 1997, er kravene til prospektenes innhold nærmere definert. For nærmere omtale henvises det til NOU 1996:2 Verdipapirhandel side 137 og 138 og Ot prp nr 29 (1996-97) side 87 flg.

12.2.6 Flaggingsdirektivet

Rådsdirektiv 88/627/EØF av 12. desember 1988 stiller krav til hvilke opplysninger som skal offentliggjøres ved erverv eller avhendelse av en betydelig eierandel i et børsnotert selskap. Erverver skal som hovedregel melde fra til selskapet og vedkommende tilsynsmyndighet når ervervet medfører at erververen blir innehaver av 10 prosent, 20 prosent, 1/3, 50 prosent og 2/3 av stemmeretten i selskapet. Meldeplikten gjelder tilsvarende ved salg som medfører at aksjonæren kommer under de nevnte grenser. Selskapet eller myndighetene som mottar meldingen skal som hovedregel offentliggjøre denne innen ni kalenderdager etter at meldingen er mottatt. Direktivet er her implementert gjennom flaggingsreglene i verdipapirhandelloven kapittel 3. Det vises til NOU 1996:2 Verdipapirhandel side 89 og 90 og Ot prp nr 29 (1996-97) side 60.

12.2.7 Innsidehandeldirektivet

Rådsdirektiv 89/592/EØF om samordning av bestemmelsene om innsidehandel stiller krav om at medlemslandene med visse avgrensninger skal forby personer å handle verdipapirer på bakgrunn av innsideinformasjonen, å bringe slik informasjon videre og å gi råd basert på slik informasjon. Aktsomhetskravet er spesielt høyt for ledende ansatte, tillitsmenn, eiere og rådgivere.

Innsidehandelsdirektivet 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». Direktivet er implementert i verdipapirhandelloven kapittel 2 og 3.

Det følger av direktivet artikkel 8 at hver medlemsstat skal utpeke den eller de forvaltningsmyndigheter som har kompetanse til å påse at bestemmelser vedtatt i henhold til direktivet blir gjennomført. I Norge er det Oslo Børs og Kredittilsynet som er tillagt denne myndigheten

12.3 ØMU/EURO

I Maastricht-traktaten som ble undertegnet i 1992 ble det besluttet at det innenfor EU skulle innføres en økonomisk og monetær union (The Economic and Monetary Union (ØMU)). Amsterdam-traktaten som ble inngått sommeren 1997 supplerer Maastricht-traktaten i forhold til ØMU. Den 3. mai 1998 vedtok stats- og regjeringssjefene i EU at 11 EU land vil delta i tredje fase av ØMU fra 1. januar 1999. Den felles myntenheten skal hete «euro». Euroen erstatter beregningsenheten ECU (European Currency Unit) fra dette tidspunkt. De 11 deltakerlandene er Belgia, Finland, Frankrike, Irland, Italia, Luxembourg, Nederland, Portugal, Spania, Tyskland og Østerrike.

I det Norge ikke er medlem i EU har vi hverken rett eller plikt til å ta del i ØMU. I medhold av Romatraktaten er det imidlertid fastsatt en forordning (EF-forordning nr 1103/97 av 17. juni 1997) vedrørende innføringen av euro, som har virkning for alle EU-medlemmer, også for de land som ikke kommer til å inngå i ØMU. Forordningene regulerer euroens replassering av ECU, prinsippet om kontraktskontinuitet, prinsipper for omregningskurser for nasjonale valutaer og prinsipper for avrunding. Innen EFTA er det foreløpig lagt til grunn at denne forordningen ikke faller inn under EØS-avtalen, og således ikke er bindende for Norge. Selv om deler av EU-reguleringen i forbindelse med innføringen av euro ikke er bindende for Norge, må regelverket av praktiske grunner vurderes fulgt opp i norsk lovgivning. Dette spørsmålet er nærmere behandlet i St. meld. nr 2 (1997-98) *"Samfunnsøkonomiske sider ved børsvirksomhet og verdipapirmarkedet"* i kapittel 5. Fra side 93 i meldingen hitsettes:

> «Departementet ser ikke på det nåværende tidspunkt grunn til å foreslå endringer i børsregelverket som følge av euro. Dette må sees på bakgrunn av at en styringsgruppe nedsatt av Oslo Børs nettopp har vurdert dette spørsmålet. I rapporten «Notering og oppgjør i euro B konsekvenser for det norske verdipapirmarkedet», som styringsgruppen la frem 5. mai, heter det bl.a.:
>
> «Det er så langt ikke avdekket lovmessige hindre som står i veien for notering og oppgjør i euro. På den annen side kan det anføres at notering i NOK er en så stor selvfølgelighet at en endring generelt eller spesielt vil fordre en regelverksendring, alternativt endring/tilpasning i kursnoteringsavtalen. Oslo Børs må se nærmere på denne problemstillingen.»»

Videre heter det på side 108:

> «Finansdepartementet ser på denne bakgrunn ikke grunn til å foreslå endringer av børsregelverket på det nåværende tidspunkt som følge av

innføringen av euro. Det vises for øvrig til at børslovutvalget som har blitt nedsatt for å vurdere endringer i børslovgivningen, vil kunne vurdere rettslige spørsmål knyttet til notering i fremmed valuta, herunder euro.»

For børsvirksomhet vil innføringen av euro få betydning. Dette vil i særlig grad være tilfellet for markedene for renteinstrumenter. Men også for aksjemarkedet vil det blant annet være et spørsmål om aksjer eventuelt skal kunne noteres i euro. I det spørsmålet om hvilken valuta noteringene skal gjøres ikke foreslås regulert nærværende lovforslag, og ovennevnte forordning ikke regulerer forhold som spesielt tar sikte på børsrettslige forhold, gås det ikke nærmere inn på denne reguleringen her. Det er *utvalgets* syn og forutsetning at utkastet til ny børslov ikke vil innebære hindringer for nødvendig og hensiktsmessig tilpasning til for eksempel notering av verdipapirer i euro. De praktiske konsekvenser for for eksempel de oppgjørstekniske løsninger i verdipapirkjeden for øvrig, går utvalget ikke nærmere inn på.

12.4 WTO/GATS

Norge er medlem av Verdens handelsorganisasjon (WTO = The World Trade Organization). WTO er en internasjonal organisasjon, hvor blant annet alle OECD-land er medlemmer, for varehandel, tjenestehandel og immaterielle rettigheter. I regi av WTO er det utarbeidet avtaler på disse områdene. Medlemslandene forplikter seg ved undertegning av avtalene. En avtale av interesse i forhold til verdipapirmarkedene er The General Agreement on Trade and Services (GATS).

Gjennom GATS ble det for første gang innført et multinasjonalt regelverk for internasjonal handel med tjenester. Avtalen bygger på tre hovedprinsipper: 1) Avtalen dekker alle tjenester, med unntak av tjenesteyting i kraft av offentlig myndighet. 2) Det skal ikke være noen forskjellsbehandling til fordel for hjemlandets tilbydere av tjenester. 3) Det skal ikke finne sted forskjellsbehandling mellom tilbydere fra de ulike land som er part i avtalen. Avtaleverket omfatter en rammeavtale med vedlegg, åtte ministerbeslutninger og hvert enkelt medlems bindingslister. Dette er lister hvor medlemmenes forpliktelser er fastlagt, og lister over nasjonale unntak fra prinsippet om bestevilkårsbehandling som er nedfelt i avtalen.

Avtalen artikkel 16 og 17 forplikter deltakerlandene til å tillate markedsadgang og nasjonal likebehandling i følgende kategorier:

1. Ytelser over landegrensene, uten at tilbyder eller etterspørrer passerer landegrenser; d v s grenseoverskridende virksomhet.
2. Forbruk i utlandet; d v s at forbrukeren har rett til å benytte tjenester fra utenlandske tilbydere.
3. Kommersiell tilstedeværelse; d v s rett til å ha forretningskontor i landet (filial eller datterselskap).
4. Fysiske personers tilstedeværelse.

Tilslutning til GATS innebærer at adgangen til det norske markedet utelukkende vil kunne nektes dersom det er tatt reservasjon om vedkommende tjeneste i bindingslistene, eller hvis tjenesteytere fra andre WTO-medlemsland ikke oppfyller de kvalitative krav som vil gjelde for deres virksomhet i Norge.

GATS-avtalen ble etter Uruguay-runden i 1993 utvidet til også å omfatte tjenester, herunder finansielle tjenester. Finansielle tjenester er regulert i GATS' annen protokoll, som ble ferdigforhandlet i 1995. Det har etter dette vært ført forhandlinger om ytterligere forpliktelser for medlemslandene. Denne forhandlingsrunden ble avsluttet i desember 1997 og skal, dersom protokollen blir undertegnet av alle medlemsland innen utgangen av januar 1999, tre i kraft 1. mars 1999.

GATS-avtalen må antas å ha mest praktisk betydning for land utenfor EØS. Dette fordi EØS regelverket går lengre i liberaliseringen av tjenesteyting over landegrensene innenfor dette området. Norge har for alle praktiske formål implementert de forpliktelser GATS-avtalen pålegger avtalepartene.

12.5 OECD

Organisasjonen for økonomisk samarbeid og utvikling (OECD) ble etablert 30. september 1961 som følge av en omorganisering av Organisasjonen for europeisk økonomisk samarbeid. Norge har vært medlem fra starten i organisasjonen.

Organisasjonens oppgave er blant annet å fremme økonomisk vekst i medlemslandene, å samarbeide om konjunkturpolitikken og å bidra til å utvide verdenshandelen på multilateralt ikke-diskriminerende grunnlag.

OECD er ikke primært et regulerende organ, men et ressurssenter og diskusjonsforum for medlemslandene. Det utarbeides imidlertid anbefalinger. Anbefalingene skal som hovedregel fastsettes ved enstemmighet. Medlemslandene forutsettes Aas and when appropriate» å ta de nødvendige skritt for å bringe gjeldende nasjonalt regelverk i overensstemmelse med anbefalingene.

I OECD har det pågått et løpende arbeid for å bedre forholdene omkring verdipapirhandelen. Som et ledd i dette arbeid har OECD's råd etter forslag fra OECD's Committee over Financial Markets og Committee on Capital Movements and Invisible Transactions utarbeidet anbefalinger som er konkretisert i ulike OECD-koder.

I OECD Minimum Disclosure Rules gis det anbefalinger angående innholdet og fremgangsmåten ved fremsettelse av offentlige tegningsinnbydelser. Koden tar sikte på å gi investor størst mulig beskyttelse og at ansvaret for dette i siste hånd ligger hos de enkelte regjeringer.

Gjennom Code of Liberalisation of Capital Movements (1961 med senere endringer) har Norge forpliktet seg til å liberalisere kapitalbevegelser mellom medlemsland. Koden inneholder en liste over transaksjoner landene er forpliktet til å liberalisere og den inneholder dessuten et sett artikler som fastlegger rammen for liberaliseringsprosessen.

Gjennom Code of Invisible Transactions (d v s tjenester) (1961 med senere endringer) er Norge forpliktet til å tillate tjenesteyting over landegrensene. I forbindelse med eksaminasjonen i OECD i 1994 av norske regler om etablering og direkte investeringer, ble det fra norsk side gitt uttrykk for at norske myndigheter vil foreslå at det åpnes adgang til filialetablering også for finansielle tjenesteytere som hører hjemme utenfor EØS. For verdipapirforetak ble liberaliseringen gjennomført ved endring av verdipapirhandelloven ved endringslov av 7. juni 1996 nr 25.

12.6 FESCO

The Forum of European Securities Commissions (FESCO) er et europeisk forum for verdipapirtilsyn. FESCO ble etablert i Paris 8. desember 1997, og består av representanter for verdipapirtilsynsmyndighetene i 17 medlemsland innenfor EØS. Norge er representert i FESCO ved Kredittilsynet. FESCO har forpliktet seg til å:

Utveksle erfaringer og samarbeide for å fremme ett europeiske marked som er så rettferdig og effektivt som mulig.

Å forene krefter for å utvikle felles rammebetingelser (standard regelverk) for tilsyn med finanssektoren eller finansmarkedene når det gjelder forhold som ikke er harmonisert gjennom eksisterende EU-direktiver og hvor det er hensiktsmessig med en felles tilnærming.

Å bistå hverandre og styrke samarbeidet over landegrensene for å forbedre markedsovervåkingen og hindre misligheter på en effektiv måte.

FESCO har nedsatt en arbeidsgruppe som for tiden arbeider med standarder for regulerte markedsplasser.

12.7 IOSCO

International Organization of Securities Commissions (IOSCO) er en verdensomspennende sammenslutning av organisasjoner (myndigheter) som har tilsyn med verdipapirmarkedet. Kredittilsynet er fast medlem av organisasjonen, mens Oslo Børs har status som tilsluttet medlem. Gjennom sitt medlemskap i IOSCO, forplikter medlemmene seg til å bidra til et effektivt tilsyn med verdipapirmarkedet ved å:

- Samarbeide med de øvrige medlemmer om å fremme bedre regulering av verdipapirmarkedene på nasjonalt og internasjonalt nivå, for å bevare et rettferdig og effektivt verdipapirmarked.
- Utveksle informasjon om sine erfaringer, for å fremme utviklingen av innenlandske markeder.
- Gjennom felles innsats, å etablere felles standarder for – og effektiv overvåkning av – internasjonale verdipapirtransaksjoner.
- Å yte gjensidig assistanse for å sikre markedenes integritet, gjennom strenge krav til gjennomføring av standardene og gjennom effektive sanksjoner mot overtredelse av verdipapirlovgivningen.

IOSCO har fra 1986 til 1994 vedtatt 11 resolusjoner som samtlige medlemmer er oppfordret til å implementere. Resolusjonene representerer «minimumsstandarder». Av resolusjoner som er interessante i denne sammenheng nevnes:

Resolusjon vedrørende gjensidig assistanse. Resolusjonen fastslår at medlemmene, innenfor rammene av nasjonal lovgivning, skal yte gjensidig bistand ved å innhente og utveksle informasjon vedrørende sine interne markeder for å motvirke bedrageri ved transaksjoner i finansielle instrumenter i markedene.

Resolusjon vedrørende samarbeid. Resolusjonen fastslår at medlemmene skal arbeide for å fremme bilaterale og multilaterale avtaler om å innhente og utveksle informasjon og dokumentasjon vedrørende personer og foretak involvert i verdipapirtransaksjoner.

Resolusjon vedrørende skjermbaserte handelssystemer for derivatprodukter. Resolusjonen nedfeller ti hovedprinsipper for skjermbasert derivathandel. Resolusjonen er tiltrådt av Norge, men har inntil nylig ikke vært aktuell fordi skjermbasert handel ikke har funnet sted. Ved innføring av skjermbaserte handelssystemer, for eksempel i LEC samarbeidet, er det naturlig å påse at de prinsipper resolusjonen oppstiller er tilfredsstilt.

Resolusjon vedrørende internasjonal standard for god forretningsskikk. Resolusjonen fastslår at medlemslandene skal anerkjenne bestemte standarder for god forretningsskikk for verdipapirforetak. Disse er tilnærmet like de standarder som følger av ISD.

Resolusjon om bedrageri ved internasjonale transaksjoner i finansielle instrumenter. Resolusjonen gjelder ulike tiltak mot internasjonale bedragerier, blant annet opplysning overfor investorer, samarbeid med andre lands tilsynsmyndigheter og samarbeid med politiet.

Resolusjon vedrørende koordinering i derivat- og valutamarkedet. Resolusjonen tar utgangspunkt i sammenhengen mellom de ulike markeder. Resolusjonen er delt inn i tre hovedpunkter som gir standarder for:

- Utforming av derivatkontrakter basert på aksjeindekser.
- Metoder for å redusere risikoen for forstyrrelser i markedene.
- Metoder for å øke åpen og presis kommunikasjon mellom myndigheter som regulerer valuta og derivatmarkedene i perioder med uro i markedene.

I september 1998 vedtok IOSCO en anbefaling vedrørende Objectives and Principles of Securities Regulation. Det anbefales her løpende myndighetstilsyn med børser og handelssystemer («trading systems») med det mål å sikre integritet i handelen gjennom rimelige og rettferdige regler som balanserer interessene mellom ulike markedsdeltakere. I denne sammenheng vises særlig til behovet for gjennomsiktighet, mulighet for å forhindre markedsmanipulasjon m v og for å sikre en effektiv, rettferdig og sikker infrastruktur for handel og oppgjør med lavest mulig systemrisiko. Rapporten legger til grunn at slik løpende verdipapirmarkedsregulering, d v s beskyttelse av investorene, sikring av at markedet blir rettferdig, effektivt og gjennomsiktig, og reduksjon av systemrisiko. Dokumentet inneholder følgende hovedmomenter det anbefales at skal inngå i tilsynet med markedsplasser:

- Etablering av handelssystemer, herunder fondsbørser, bør være underlagt konsesjon og tilsyn.
- Børser og handelssystemer bør være underlagt løpende tilsyn som skal sikre at integriteten i handelen blir opprettholdt gjennom rimelige og rettferdige regler som sikrer en hensiktsmessig balanse mellom interessene til de ulike aktørene i markedet.
- Reguleringen bør fremheve og bidra til gjennomsiktighet i handelen. Reguleringen bør ta sikte på å avdekke og virke preventivt mot manipulering og annen urimelig opptreden i handelen.
- Reguleringen bør ta sikte på å sikre forsvarlig håndtering av store transaksjoner (eksponering), fallende handler (misligholdsrisiko) og markedsforstyrrelser.
- Clearing- og oppgjørsordninger for finansielle instrumenter bør være underlagt reguleringstilsyn og sikre at ordningene er rettferdig, effektiv og velorganisert og at ordningene reduserer systemrisiko.

Kapittel 13

Organisering av børsvirksomhet i enkelte andre land

13.1 Innledning

I dette kapittel gis en oversikt over rettslig regulering av børsvirksomhet, og beskrivelse av organiseringen av enkelte børser i andre land. Med børsvirksomhet menes her grovt sagt markeder som tilfredsstiller EUs investeringstjenestedirektivs definisjon av «regulert marked», se *"Regulert marked"* i kapittel 12.2.2.2.1. Oversikten tar ikke sikte på å være en fullstendig fremstilling eller gi lik omtale av alle land. Forholdene er ikke alltid sammenlignbare, ettersom børsenes oppgaver og samfunnsmessige posisjon varierer fra land til land. Det er imidlertid søkt å gi en beskrivelse av følgende hovedelementer: Hvilke konsesjonskrav som gjelder for etablering av børsvirksomhet, hvilke krav som stilles for å etablere og drive børs, herunder regler om organisasjonsform og eierskap, børsers oppgaver og anledning til å drive aksessorisk virksomhet, samt regler om tilsyn med børser. Videre er det søkt å gi en oversikt over etablerte børser i de respektive land. Det vises også til *"Faktisk konkurranse og samarbeid mellom børser og regulerte markedsplasser"* i kapittel 14.3 med omtale av samarbeid og allianser som børser er del av.

13.2 Sverige

I Sverige reguleres børsvirksomhet av lov om børs- og clearingvirksomhet av 1992.

Frem til lovendringen i 1992 var Stockholms Fondbörs eneste tillate aksjebørs i henhold til dagjeldende lov om Stockholms Fondbörs. Børsen var da organisert som en selveiende institusjon.

Det kreves etter børs- och clearingloven ikke særskilt tillatelse for å drive markedsplass for finansielle instrumenter, men foretak som «driver värksamhet i syfte att åstadkomma regelbunden handel med finansiella instrument» kan søke autorisasjon enten som børs eller «autorisert markedsplass» etter loven, jf *"Utvalgets oppdrag og arbeid"* i kapittel 1 § 1. Foretak som driver slik virksomhet uten konsesjon får ikke bruke betegnelsene børs eller autorisert markedsplass, og omfattes heller ikke av de EU-regler som gjelder regulerte markeder. At konsesjon er frivillig, er i lovforarbeidene[20] begrunnet blant annet med at det ikke er behov for konsesjonskrav: Virksomhet av børskarakter vil dersom den ikke har børskonsesjon uansett kreve tillatelse etter verdipapirhandelloven (lag om värdepappersrørelse) som «verdipapirforetak». Dette vil ivareta de allmenne hensyn til at slik virksomhet ikke skal kunne drives i former som står helt utenfor tilsyn og kontroll. Frivillighet minsker også behovet for en snever og entydig legaldefinisjon av børsvirksomhet – noe det har vist seg vanskelig å komme frem til. En av børs- og clearinglovens grunntanker er å stimulere nyetableringer og fremme øket konkurranse på børsområdet. Nyetablerte børser bør selv ha tilstrekkelig incitament til å søke børskonsesjon og det kvalitetsstempel dette utgjør. Blant annet har dette

20. Regjeringens proposition 1991/92:113 Ny børslagstiftning m m side 69

betydning for de investorer som av ulike grunner har begrensninger i handel med verdipapirer som ikke er børsnoterte.

Loven tilbyr to former for autorisasjon, hvorav børs er underlagt de strengeste kravene. På en autorisert markedsplass kan finansielle instrumenter noteres og handles, men ikke formelt opptas til offisiell notering («innregistreres»). For øvrig gjelder i stor grad de samme regler som for børser.

Tillatelse til å etablere børs eller autorisert markedsplass kan gis til svensk aksjeselskap, svensk økonomisk forening og utenlandsk foretak.

Det er Finansinspektionen som gir børsautorisasjon, og som skal godkjenne børsens vedtekter og vedtektsendringer. Loven inneholder endel forutsetninger for autorisasjon, blant annet generelt angitte sunnhetskrav med hensyn til allmennhetens tillit, «fritt tiltrede», nøytralitet og god gjennomsiktighet. Børsen skal videre ha en kapital som med hensyn til virksomhetens art og omfatning er tilstrekkelig stor. Det kan gis, men er ikke gitt, nærmere regler om dette.

Børsen skal ha et styre med minst 5 medlemmer og en administrerende direktør. For børs som er organisert som aksjeselskap, reguleres de ulike sider ved organiseringen av aksjeloven. Børsloven har ingen begrensninger for hvor mye hver aksjonær kan eie eller stemme for. Den svenske aksjeloven (aktiebolagslagen *"Nærmere om børsens oppgaver og virksomhet"* i kapittel 9 § 3) har imidlertid en fravikelig bestemmelse om at ingen kan stemme for egne eller andres aksjer for mer enn en femtedel av aksjene som er representert på generalforsamlingen. Hverken OM Gruppen AB eller Stockholms Fondbörs AB har vedtekter der hovedregelen fravikes.

Basert på forarbeidene til børsloven har det vært ansett som forbudt å oppta eller notere børsens egne aksjer på egen børs[21] . Ved en lovendring i 1998 ble dette forbudet inntatt i loven, og gjort gjeldende også for andre verdipapirer et børsforetak måtte utstede, for eksempel obligasjoner. Det samme gjelder autorisert markedsplass. Bestemmelsen er imidlertid ikke til hinder for at børsens verdipapir opptas eller noteres på annen børs eller markedsplass. Bestemmelsen er heller ikke til hinder for at en børs' morselskap noteres på børsen. At Stockholms Fondbörs AB' morselskap, OM Gruppen ABs aksjer er notert på børsen er således ikke i strid med loven

Børslovgivningen kan beskrives som et rammeverk der de viktigste prinsippene finnes i loven, men hvor flere spørsmål er overlatt til Finansinspektionen. Dette gjelder blant annet vilkårene for opptak av verdipapirer til notering og hvilke opplysninger et børsprospekt skal inneholde. Gjennom lovendringen i 1998 fikk Regjeringen, eller etter fullmakt Finansinspektionen, hjemmel til å gi nærmere regler om hvordan børser skal drive sin markedsovervåkning. Loven forutsetter også at en del av den regelskapende virksomhet skjer gjennom selvregulering hos børsene. Børsen fastsetter således selv sine handelsregler innenfor de krav som lov og forskrifter setter. Foretak med verdipapirer som er notert eller omsatt på Stockholms Fondbörs må inngå en særskilt innregistreringskontrakt eller noteringsavtale som stiller nærmere krav blant annet til informasjon, regnskapsrapportering og taushetsplikt for foretakene. Innregistreringskontrakten er også grunnlag for sanksjoner overfor foretaket dersom kontraktsbestemmelsene brytes.

Lovendringen i 1998 inneholdt også tiltak for å styrke børsers uavhengige stilling til blant annet større eiere. Det ble innført regler om egnethetsvurder-

21. Jf Regjeringens promemoria Ds 1997:40 side 94.

ing av aksjonærer med «kvalificerat innehav» og for foretaksledelsen både i forbindelse med konsesjonsbehandling og senere endringer. Reglene tilsvarer de som gjelder for blant annet banker og verdipapirforetak. Egnethetsvurdering av eiere inntrer ved såkalt «kvalificerat innehav» som er definert som noen som direkte eller indirekte eier aksjer som representerer 10 prosent eller mer av kapitalen eller samtlige stemmer eller som på andre måter muliggjør en vesentlig innflytelse over børsledelsen. Erverv av aksjer som gjør at eierandelen blir «kvalificerat» eller erverv som gjør at erververen representerer mer enn 20, 33 eller 50 prosent av aksjekapitalen eller av samtlige stemmer på generalforsamlingen, kan ikke finne sted uten Finansinspektionens tillatelse.

Ved samme lovendring ble det innført krav om at børser skal ha en uavhengig disiplinærnemnd som skal behandle overtredelser av børsens regler. Nærmere regler om nemnden og dens saksbehandling kan gis av Regjeringen eller Finansinspektionen etter fullmakt. Nemnden skal bestå av minst fem personer hvorav lederen og nestlederen skal ha erfaring som dommere, og minst to av de øvrige skal ha god kunnskap i forholdene i verdipapirmarkedet. Personer som er ansatt i eller har et varig oppdrag for en børs eller et foretak med «kvalificerat innehav» i børsen, jf definisjonen ovenfor, kan ikke være medlemmer av nemnden. Heller ikke personer som er ansatt i eller sitter i styret for et foretak som har verdipapirer notert på børsen, eller er medlem av børsen, kan være nemndsmedlem.

For å sikre børsens integritet i forhold til overtredelsessaker som gjelder foretak som har «kvalificerat innehav» i børsen, er det gitt særskilte regler for slike foretak. Det vises til definisjonen av «kvalificerat innehav» ovenfor. Finansinspektionen kan overfor slike foretak fremme overtredelsessaker for disiplinærnemnden. For at Finansinspektionen skal kunne ta stilling til om overtredelsessaker skal fremmes for disiplinærnemnden, er børsen forpliktet til å videreformidle opplysninger om slike eierforetak som har verdipapirer opptatt eller notert på børsen. Finansinspektionen kan også kreve opplysninger direkte fra slikt foretak. Bestemmelsene fritar imidlertid ikke børsen fra å føre tilsyn med og gjennomføre tiltak overfor slike foretak.

Finansinspektionen er som tilsynsmyndighet tillagt ulike virkemidler overfor børser. Børsene skal gi tilsynsmyndigheten de opplysninger om sin virksomhet som det krever. Regjeringen eller Finansinspektionen etter fullmakt kan gi forskrifter om hvilke opplysninger børsene skal gi, og om foretakenes løpende bokføring m m. Finansinspektionen skal gjennom sitt tilsyn se til at en sunn utvikling innen verdipapirmarkedet fremmes. Inspektionen kan oppnevne en revisor som kan delta i revisjonen av børsen sammen med børsens øvrige revisorer. Finansinspektionen kan også når det anses nødvendig innkalle styret i et foretak. Dersom foretakets styre ikke har rettet seg etter en anmodning fra Finansinspektionen om innkalle til ekstraordinær generalforsamling, kan inspektionen foreta innkalling. Finansinspeksjonen har møte- og talerett på styremøte eller generalforsamling som det har foretatt innkalling til.

Dersom en børs har fattet en vedtak som strider mot børslovgivningen eller andre regler som regulerer dens virksomhet, herunder vedtektene, kan Finansinspektionen forby at vedtaket gjennomføres. Dersom vedtaket allerede er gjennomført kan foretaket pålegges å rette forholdet dersom det er mulig. Finansinspektionen skal tilbakekalle konsesjon gitt i medhold av loven dersom foretaket overtrer lov eller forskrift eller viser seg uegnet til å utøve den virksomhet tillatelsen gjelder, foretaket ikke driver slik virksomhet som

tillatelsen gjelder, eller forsåvidt gjelder svensk aksjeselskap, selskapets egenkapital faller under to tredeler av den registrerte aksjekapitalen, og kapitalmangelen ikke er dekket innen tre måneder fra det ble kjent for foretaket. Finansinspektionen kan beslutte hvordan virksomheten skal avvikles.

Dersom noen i handel med finansielle instrumenter anvender betegnelsene børs- og autorisert markedsplass uten konsesjon etter loven, skal Finansinspektionen kreve at virksomheten avvikles.

Dersom en børs unnlater å suspendere handelen i et finansielt instrument der allmennheten ikke har tilgang til informasjon på like vilkår, kan Finansinspektionen beslutte suspensjon.

Inntil 1998 kunne en børs bare ha medlemmer som var verdipapirforetak i tillegg til Riksbanken. Gjennom en lovendring i 1998 fikk børser anledning til også ha som medlemmer «sådana institut och företag som har en betryggande kapitalstyrka, ändemålsenlig organisation av verksamheten, säkra tekniska system och i övrigt bedöms vara lämpliga att delta i handeln vid børsen». Endringen gjelder kun foretak som handler for egen regning. For å delta i handelen for andres regning vil det imidlertid fortsatt være nødvendig med konsesjon som verdipapirforetak. Foretak som ikke står under tilsyn er forpliktet til å gi Finansinspektionen opplysninger den krever om virksomheten som børsmedlem. Loven gir bare mulighet og ikke plikt for at børsene kan gi andre enn verdipapirforetak børsmedlemskap. Det gjenstår å se om svenske børser vil åpne for nye medlemmer. Lovendringen var begrunnet med at hensynene bak den tidligere begrensning ikke lenger var til stede. Risikoen ved deltagelse i børshandel anses i følge forarbeidene[22] ikke som større enn risikoen ved å være clearingmedlem eller kontofører for Värdepappercentralen, hvor det ikke er slike begrensninger. Ved at investorer gis mulighet til å kunne delta i alle ledd i transaksjonskjeden – uten å gå via mellommenn – ligger potensiale for lavere kostnader. Utvidelse av medlemskretsen vil også kunne øke konkurransen, som igjen kan ha betydning for kostnadene, og som i et internasjonalt perspektiv også kan formodes å lede til at det svenske finansmarkedet blir mer attraktivt.

For autoriserte markedsplasser er det ikke krav om medlemstilknytning. En autorisert markedsplass er imidlertid forpliktet til å la Riksbanken og verdipapirforetak delta i handelen på markedsplassen dersom de fyller markedsplassens alminnelige krav for deltagelse.

En børs får, utover den virksomhet tillatelsen omfatter, bare drive slik virksomhet som har nært samband med børsvirksomheten. Forarbeidene til loven nevner som eksempel at børsen kan gis autorisasjon til å drive clearing. Finansinspektionen kan dersom det foreligger særlige grunner tillate en børs å drive også annen virksomhet. Børsen kan ikke erverve aksjer eller andeler i foretak som ledd i organisering av virksomheten uten tillatelse fra Finansinspektionen.

Tre foretak har konsesjon som børs i Sverige; Stockholms Fondbörs AB, OM Stockholm AB som er handelsbørs for derivater og clearingsentral, samt Penningmarknadinformation PMI AB som er et elektronisk marked for rentebærende papirer. IM Marknadsplass AB og Aktietorget i Norden AB fikk høsten 1998 konsesjon som autoriserte markedsplasser. I tillegg forekommer at børslignende virksomhet drives med hjemmel i lagen om värdepappersrörelse (tilsvarende verdipapirforetak i Norge).

22. Jf Regjeringens promemoria Ds 1997:40.

Ved lovendringen i 1992 ble den tidligere lov om Stockholms Fondbörs opphevet og Stockholms Fondbörs ble omdannet til aksjeselskap. Omdannelsen til aksjeselskap er uttrykkelig drøftet og forutsatt i regjeringens proposition, som forkastet et forslag om videreføring av Stockholms Fondbörs i sin daværende juridiske form (med visse justeringer). Det ble blant annet påpekt som uheldig at Stockholms Fondbörs skulle være underlagt (den gamle) særregulering, og ikke drive virksomheten under samme vilkår som kommende konkurrenter (prp side 144). I samsvar med ønske fra styret i Stockholms Fondbörs, ble det heller ikke åpnet for omdannelse til «økonomisk forening», som ellers ble tillatt med den nye loven.

Omdannelsen ble foretatt ved at eiendeler og gjeld, rettigheter og forpliktelser, ble overført fra Stockholms Fondbörs til det nystiftede aksjeselskapet. Vederlaget ble i henhold til vurderinger og anbefalinger i børslovens forarbeider (prp s 146 flg), fastsatt til halvparten av nettobalansens bokførte verdi. Regjeringen uttalte i proposisjonen at hverken medlemmer eller utstedere som har betalt avgifter til børsen, hadde noen rett til børsens formue fordi avgiftene måtte anses som vederlag for børsens tjenester, men at den burde anvendes til formål som fremmet det svenske kapitalmarkedet på lang sikt. Vederlaget som var på ca SEK 7 mill, ble derfor overført til en forskningsstiftelse for kapitalmarkedsspørsmål i forbindelse med avvikling av den selveiende institusjonen. Ved omdannelsen fikk de to gruppene noterte selskaper (utstedere) og børsmedlemmer anledning til å tegne like store deler av aksjekapitalen slik det var anbefalt i lovforarbeidene. Tegningsretter ble fordelt innen de to gruppene ut fra betalte avgifter i perioden 1988 – 92. Inntil utgangen av 1993 var salg av aksjene begrenset til den gruppe (børsmedlem/notert selskap) aksjeeierne tilhørte. Aksjeeiere som representerte rundt halvparten av aksjekapitalen erklærte i forbindelse med emisjonen at de anså sitt aksjeeie i børsen som langsiktig. Børsen oppgav i prospektet å ha som mål å oppnå markedsmessig avkastning på kapitalen og å utbetale deler av overskuddet som utbytte til aksjonærene.

Fondbörsen ble i 1998 gjennom oppkjøp innlemmet i OM Gruppen AB. Før sammenslåingen hadde børsen ca 180 aksjeeiere hvorav OM eide ca 21 prosent. Etter sammenslåingen drives Stockholms Fondbörs sammen med OM Stockholm AB innenfor OM Gruppens forretningsenhet Stockholm Exchanges. Begge selskaper eies 100 prosent av OM Gruppen AB og styrene i de to selskapene består av samme personer.

Stockholms Fondbörs driver kursnotering av aksjer og i noen grad også lån. Handelen drives i et egenutviklet handelssystem, SAX. Gjennom samarbeidsavtale med Københavns Fondsbørs vil de to børsene etablere kursnotering og handel der alle medlemmer kan handle alle aksjer i en felles elektronisk ordrebok i SAX. Samarbeidet som er gitt navnet Nordic Exchanges (NOREX) er omtalt nærmere under *"Faktisk konkurranse og samarbeid mellom børser og regulerte markedsplasser"* i kapittel 14.3.

Stockholms Fondbörs er organisert som aksjeselskap med en særskilt bolagskommitté, som i børsstyrets sted treffer vedtak om opptak og notering av verdipapirer. En «disciplinkommitté» bestående av fem medlemmer, der lederen skal være lovkyndig og ha erfaring i fra dommerverv, og de øvrige skal være to med loverfaring og to med god erfaring fra forholdene på aksjemarkedet, treffer disiplinære avgjørelser overfor noterte foretak. Diciplinkommittéen er etter lovendringen i 1998 blitt lovpålagt, mens bolagskommittéen fortsatt bare følger av børsens egen organisering. Begge komitéer oppnevnes av børsens styre, men er forutsatt å arbeide selvstendig. Bolagskommittéen

og disciplinkommittéen er videreført også etter sammenslutningen med OM slik at disciplinkommittéens ansvarsområde er utvidet til også å omfatte derivatmarkedet og disiplinære avgjørelser overfor medlemmer.

OM Stockholm AB er den svenske derivatbørs og clearingorganisasjon. Selskapet ble stiftet i 1985 under navnet Optionsmäklarna og gjennom en mangfoldig virksomhet blitt et stort foretak. Børsen eies av OM Gruppen AB. OM Gruppen er børsnotert på Stockholms Fondbörs og har ca 10 000 aksjeeiere. De to største aksjonærer er Investor med ca 11 prosent og den svenske staten med ca 8 prosent av aksjene. Den svenske staten kjøpte i forbindelse med sammenslåingen med Stockholms Fondbörs aksjer tilsvarende 6,3 prosent av OM-Gruppen, og har til hensikt å nå et nivå på ca 10 prosent[23] .

OM Gruppen eier også OMLX ltd, The London Securities & Derivatives Exchange, som er godkjent markedsplass i Storbritannia. Høsten 1998 ervervet OM Gruppen også aksjene i obligasjonsbørsen PMI AB. I tillegg til derivatbørs, clearing og utvikling og salg av børs- og clearingsystemer driver OM blant annet verdipapiradministrasjon, clearing av handel med råvarer og råvarederivater (elektrisitet), valutaclearing, marked for derivater av råvarer på papirmasse (pulp). Gjennom OM Gruppens derivatbørser, OM Stockholm og OMLX, har et stort antall banker og verdipapirforetak fra en rekke land tilgang til hele eller deler av OMs tilbud av markedsplass og clearingstjenester. OM Gruppen driver også det elektroniske markedsplassen for derivathandel for Oslo Børs i henhold til LEC-avtalen, se *"LEC Samarbeidet"* i kapittel 8.11 og for den Nordiske Elbørsen, Nord Pool ASA hvor den også leverer tjenester i forbindelse med clearing, se *"Kraftderivatmarkedet"* i kapittel 11.4. Aksjene i OM Gruppen AB hadde pr november 1998 en børsverdi på noe over 10 milliarder svenske kroner.

Penningmarknadsinformation PMI er den tredje børsen i Sverige med autorisasjon fra Finansinspektionen. På markedsplassen handles obligasjoner, andre rentebærende verdipapirer hvor særlig statsobligasjoner utgjør en vesentlig del, samt valuta. Selskapet er organisert som aksjeselskap og var inntil høsten 1998 eiet av markedets aktører, først og fremst banker og verdipapirforetak. Høsten 1998 ervervet OM Gruppen samtlige aksjer i selskapet gjennom et overtakelsestilbud. Tidligere var det, som selskapets navn tilsier, bare selve informasjonen og kurser som ble spredd i markedet, mens handelen skjedde pr telefon. PMI har nå også etablert et elektronisk handelssystem hvor det omsettes statsobligasjoner, renteterminer, utvalgte private obligasjoner samt FRA(fremtidige renteavtaler).

Värdepapperscentralen AB (VPC) har legalmonopol på registerføring av verdipapirer som ikke eksisterer i papirform. VPC er organisert som aksjeselskap og eies med 50 prosent av svenske staten, 25 prosent av banker og verdipapirforetak og 25 prosent av verdipapirutstedere gjennom Industriförbundet og Stockholms Handelskammare. VPC deltok i fusjonsforhandlinger med OM Gruppen AB og Stockholms Fondsbörs AB tidlig i 1997, men ble ikke del i den endelige fusjonen som er omtalt ovenfor.

23. jf. Prospekt avseende samgående mellan OM Gruppen och Stockholms Fondbørs, datert 19. desember 1997, side 20.

13.3 Danmark

Værdipapirhandelloven av 1995 gir regler om blant annet markedsplasser for finansielle instrumenter. Den tidligere lov ga Københavns Fondsbørs enerett til å drive kursnotering av børsnoterte verdipapirer. Københavns Fondsbørs var da en selveiende institusjon. Monopolet var imidlertid ikke til hinder for at andre kunne drive et marked for unoterte instrumenter. Etter lovreformen i 1995, betegnet som børsreform II, ble denne særreguleringen opphevet.

Etter værdipapirhandelloven kreves tillatelse fra Finanstilsynet for å drive virksomhet som fondsbørs. Virksomheter med tillatelse til å drive børsvirksomhet har enerett til å bruke betegnelsen «fondsbørs» i sitt navn.

Med børsvirksomhet forstås etter lovens § 16:

> «rægelmessig drift af et marked, hvor der optages værdipapirer til notering. Ved børsvirksomhed forstås tillige regelmæssig drift af et marked, hvor værdipapirer optaget til notering på marked som nævnt under nr. 1-4, optages til handel mellem markedets medlemmer på egne eller kunders vegne.»

Bestemmelsens nr 1-4 refererer til verdipapirer opptatt til notering på dansk fondsbørs, visse utenlandske fondsbørser og andre («anerkjente») regulerte markeder.

Dersom et eller flere verdipapirforetak alene eller sammen med andre driver et marked hvor det regelmessig handles noterte verdipapirer i et vesentlig omfang, kan Finanstilsynet beslutte at det skal oppfylle værdipapirhandellovens bestemmelser om fondsbørser. Unntak gjelder for såkalte «værdipapirmæglere» (interdealer-brokere) eller «pengemarkedsmæglere». En fondsbørs skal etter værdipapirhandelloven organiseres som aksjeselskap. Selskap som driver børsvirksomhet skal ha en aksjekapital på minst 40 millioner kroner og ha utarbeidet driftsplan og kontroll- og sikkerhetsforanstaltninger. Finanstilsynet kan fastsette kapitaldekningsregler og andre regler for avdekking av risiki. Tillatelse til å være fondsbørs er videre betinget av at det er utarbeidet regelsett om vilkårene for markedets funksjon og gjennomsiktighet, om adgang til markedet, om innberetning av handler og børsetiske regler.

Loven stiller videre visse krav til børsens ledelse, styre og eiere med betydelig innflytelse. De samme regler gjelder for fondsbørser, autoriserte markedsplasser, verdipapirsentral, clearingcentral m m. For aksjonærer som eier minst 10 prosent av aksjekapitalen eller av stemmene i selskapet eller som eier mindre andeler som for øvrig gir mulighet 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. Aksjonærer med slik eierandel eller innflytelse skal melde fra til Finanstilsynet om dette. For øvrig inneholder ikke loven eier- eller stemmerettsbegrensninger. Københavns Fondsbørs vedtekter inneholder heller ikke slike begrensninger, men visse følger av aksjonæravtaler som er omtalt nedenfor.

Børsens styre skal bestå av minst fem personer. Finanstilsynet kan nekte konsesjon hvis noen av børsens styremedlemmer eller ledelse ikke har tilstrekkelig erfaring til å utøve stillingen eller vervet, er dømt for et straffbart forhold som begrunner en nærliggende fare for misbruk av stillingen eller vervet, eller har utvist slik adferd at det er grunn til å anta vedkommende ikke vil ivareta stillingen eller vervet på forsvarlig måte.

Fondsbørser kan drive annen virksomhet som er aksessorisk til børsvirksomhet, herunder clearingsentral, verdipapirsentral og autorisert markedsplass, jf omtale nedenfor. En fondsbørs vil også kunne drive handelssystemer for unoterte verdipapirer, uten at dette organiseres som en autorisert markedsplass. Finanstilsynet kan kreve at en fondsbørs' aksessoriske virksomhet skal utøves i et annet (datter)selskap.

En fondsbørs kan ikke inngå avtaler av vidtrekkende betydning om børsvirksomhet, clearing m m uten samtykke fra Finanstilsynet, og kan heller ikke fusjonere med annet selskap uten slikt samtykke.

Bare verdipapirforetak («værdipapirhandlere») og Danmarks Nationalbank kan bli medlemmer børsen.

Etter verdipapirhandelloven kan Finanstilsynet også gi tillatelse til å drive *autorisert markedsplass,* hvis virksomhet er definert som «regelmæssig omsætning af værdipapirer, som ikke er noterede på en fondsbørs (unoterede)», jf lovens § 40 stk.1. Det er ikke krav om autorisasjon for å drive slik virksomhet[24] , men markedsplasser med slik godkjennelse vil omfattes av EUs investeringstjenestedirektivs definisjon av «regulert marked». Autoriserte markedsplasser er ikke underlagt samme krav som fondsbørser forsåvidt gjelder aksjekapital, og krav om prospekt for notering. For øvrig gjelder som for fondsbørser de ovennevnte regler om styre, ledelse, større eiere, og at virksomheten skal være organisert som aksjeselskap. Markedsplassen kan på utsteders anmodning bestemme at et verdipapir skal opptas til handel på markedsplassen, men kan, som det fremgår av definisjonen, ikke oppta verdipapirer som er børsnotert. Markedsplassen skal fastsette regler blant annet om vilkår for opptak til handel, om vilkår for medlemskap og om innberetning av handler. Loven inneholder ikke begrensninger i hvem som kan være medlem av – og således delta i handelen ved en autorisert markedsplass.

Tilsyn med det danske verdipapirmarked og dermed med fondsbørsen og autoriserte markedsplasser, utøves av Fondsrådet og Finanstilsynet. Fondsrådet, som var et nytt organ med lovendringen i 1995, skal etter lovens § 83:

> «virke for et velfungerende dansk værdipapirmarked som har en sådan effektivitet, gennemskuelighetd og konkurrencedygtighed, at det er attraktivt for utstedere, investorer og værdipapirhandlere, og som lever op til internationale standarder.»

Bakgrunnen for nydannelsen var i følge forarbeidene[25] behovet for å gi verdipapirforetak, investorer og utstedere mulighet til å avveie sektorpolitiske interesser ved direkte deltagelse i utforming av regler for markedets funksjon og tilsyn. Rådet består av 11 medlemmer med «henholdsvis økonomisk eller juridisk innsikt samt innsikt i verdipapirmarkedet», utnevnt av Erhvervsministeren. Med unntak av formannen og nestformannen, som skal representere generelle samfunnsmessige interesser, skal oppnevnelsen skje etter innstilling fra ulike organisasjoner og institusjoner etter en lovbestemt nøkkel, se værdipapirhandelsloven § 83 stk 3. Fondsrådet utøver markedstilsynet rettet mot selve reguleringen av markedsplassen, og fastsetter blant annet de generelle og overordnede regler om opptak til notering, prospekters innhold og utstederes opplysningsforpliktelser. Rådet er et uavhengig kollegialt organ som ikke er underlagt Regjeringens instruksjonsmyndighet eller ansvar. Fin-

24. se Peer Schaumburg-Müller og Erik Bruun Hansen; Dansk Børsret. København 1996, side 84
25. se Betænkning nr 1995/1290 Børsreform II, bind 2 side 92.

anstilsynet virker som sekretariat for Fondsrådet, jf lovens § 84, men i form av et uavhengig sekretariat fysisk plassert i tilsynet.

Finanstilsynet har solvens- og virksomhetstilsyn med virksomheter i verdipapirmarkedet, herunder børser. Tilsynet omfatter hvorvidt fondsbørsers virksomhet utføres i overensstemmelse med verdipapirhandellovens bestemmelser. Børsen kan gi utfyllende regler til lovbestemte regler og regler gitt av Fondsrådet.

Københavns Fondsbørs er eneste fondsbørs i Danmark. Dansk OTC Fondsmæglerselskap AS har høsten 1998, som eneste foretak, søkt om konsesjon som autorisert markedsplass. Med slik konsesjon vil foretaket ta navnet Dansk Autoriseret Markedsplads AS.

Københavns Fondsbørs ble i 1996 omdannet fra en selveiende institusjon til aksjeselskap, slik verdipapirhandelloven av 1995 og Børsreform II forutsatte gjort innen utløpet av samme år. Børsmedlemmer, obligasjonsutstedere og aksjeutstedere ble i forbindelse med omdannelsen tilbudt å tegne aksjer i forholdet 60-20-20, en fordeling som var forutsatt allerede i lovens forarbeider[26] . Blant børsmedlemmene ble tegningsrettene fordelt etter den enkeltes andel av noteringsavgifter og omsetning de siste tre år. Tegningsrettene ble fordelt på obligasjonsutstederne i forhold til andelen av de samlede kursnoteringsavgifter for siste regnskapsår. Mellom aksjeutstederne ble tegningsrettene fordelt etter markedsverdien på den enkeltes noterte verdipapirer. Den danske stat, som gjennom nasjonalbanken var en betydelig obligasjonsutsteder og børsmedlem, frasa seg sin rett til å tegne aksjer i børsen under diskusjonene om hvordan tegningsrettene skulle fordeles.

Omdannelse fra selveiende stiftelse til aksjeselskap er dels regulert i verdipapirhandelloven. Loven oppstiller alternative modeller for å ivareta hensynet til videreføring av avtaler m m (suksesjon) og den selveiende institusjons midler. Etter begge modeller overføres børsens eiendeler og gjeld i sin helhet til ett eller flere aksjeselskaper. Etter den ene modellen skulle deretter aksjer svarende til verdien av de innskutte aktiver etter fradrag av gjeld, overføres til et nystiftet fond. Den alternative modellen krevde at det i aksjeselskapet ble opprettet en bunden fondsreserve svarende til verdien av de innskutte aktiver etter fradrag av gjeld. Den bundne fondsreserve skal kunne anvendes til dekning av underskudd som ikke kan dekkes av beløp som kan anvendes til utbytte i aksjeselskapet. Fondsreserven skal oppreguleres årlig ved overføring av en andel av et eventuelt overskudd i aksjeselskapet. I tilfelle selskapets opphør, skal fondsreserven etter nærmere regler fastsatt i omdannelsesbeslutningen, anvendes til formål som vedrøre børsvirksomhet. Omdannelsen av Københavns Fondsbørs ble gjort etter modellen med bunden fondsreserve.

I premissene for omdannelsesmodellen[27] heter det at det anses som klart at brukerne/bidragsyterne til fondsbørsen ikke på noen måte hadde krav på børsens formue idet deres bidrag bare hadde vært en betaling for de ytelser børsen hadde levert. En eventuell likvidasjon av stiftelsen måtte derfor tilfalle stiftelsens formål.

I forbindelse med etableringen av Københavns Fondsbørs A/S ble det inngått aksjonæravtaler som omfattet alle tegnerne i emisjonen. Formålet med disse avtalene var ifølge emisjonsprospektet å sikre en viss minoritetsbeskyttelse for utstederne som aksjonærer. Aksjonæravtalene fastsetter en eierbegrensning på 20 prosent av aksjekapitalen for en enkelt aksjonær, har regler om

26. Betænkning 1995/1290Børsreform II bind 2 side 246 og lovforslag av 9. november 1995
27. Børsreform II bind 2, side 237

forkjøpsrett innenfor den enkelte gruppe aksjonærer, og fordeler rett til å nominere styrekandidater mellom gruppene. Avtalene fastsetter også spesielle saksbehandlingsregler for blant annet endringer i prisstrukturen for børsens ytelser, samt i de børsetiske regler og supplerende informasjonspliktsregler. Eierbegrensningene og forkjøpsretten bortfaller fra og med 1. januar 1999. Henholdsvis aksje- og obligasjonsutstedere vil dessuten miste sine rettigheter som gruppe etter avtalen dersom eierandelen for deres gruppe utgjør mindre enn 10 prosent av aksjekapitalen (av opprinnelige 20 prosent). Aksjonæravtalene kan endres uten tilslutning fra samtlige aksjonærer som er del i avtalen. Københavns Fondsbørs er i dag aksje-, obligasjons- og derivatbørs. Fondsbørsen fusjonerte i 1997 med oppgjørs- og clearingsentralen FUTOP, og driver denne virksomheten i eget datterselskap. Børsen inngikk i 1997 en avtale med Stockholms Fondbörs med et mål å integrere markedene. I første omgang skal aksjehandelen foregå i et felles handelssystem som er utviklet av Stockholms Fondbörs, og i en felles elektronisk ordrebok. Samarbeidet som er gitt navnet Nordic Exchanges (Norex) er omtalt nærmere under *"Faktisk konkurranse og samarbeid mellom børser og regulerte markedsplasser"* i kapittel 14.3

Verdipapirhandelloven av 1995 fastsatte også at verdipapirsentral- og clearingsvirksomhet skal organiseres som aksjeselskap. Selv om formålet med loven var at også disse virksomhetene i fremtiden skulle drives på kommersiell basis, ble omdannelse til aksjeselskap gjort frivillig for eksisterende institusjoner. Loven fastsatte, som for Københavns Fondsbørs, alternative fremgangsmåter for omdannelse. Clearingcentralen, Garantifonden for Danske Optioner og Futures ble i 1996/97 omdannet fra selveiende institusjon til FUTOP Clearingscentral A/S, og som nevnt senere fusjonert inn i Københavns Fondsbørs. Værdipapircentralen, som med loven av 1995 fikk sitt legale monopol opphevet, er fortsatt selveiende institusjon.

13.4 Finland

Verdipapirmarkedsloven (värdepappersmarknadslagen) fra 1989 gir regler om blant annet markedsplasser for finansielle instrumenter. Verdipapirbørs kan ikke drives uten konsesjon fra Finansdepartementet. Med verdipapirbørs menes en organisasjon som organiserer og stiller vilkår for handel av børsnoterte verdipapirer, jf lovens kapittel 1 § 4 nr 1 jf § 3. Bare foretak med konsesjon som børs har rett, men også plikt, til å bruke betegnelsen børs i sitt navn eller i sammenheng med dette.

Verdipapirbørs skal være organisert som finsk aksjeselskap eller andelslag. Som vilkår for å gi konsesjon stilles skjønnsmessige krav om at selskapets finansielle stilling og ledelse må tilfredsstille krav som må stilles til en pålitelig børs, jf lovens kapittel 1 § 2. Videre må børsens organisering av virksomheten og regelverk sørge for tilstrekkelig beskyttelse av investorer, i den utstrekning dette ikke er i strid med allmenne interesser. Regjeringen kan trekke konsesjonen tilbake ved vesentlige brudd på lover eller forskrifter gitt i medhold av den, eller vilkårene for konsesjon for øvrig ikke er til stede.

Etter loven kan ingen aksjonær eller gruppe stemme for mer enn 1/20 av de tilstedeværende stemmene på børsens generalforsamling. For øvrig er aksjene fritt omsettelige og likestilt.

Børsen kan i tillegg til børsvirksomhet som nevnt i definisjonen ovenfor, organisere handel i unoterte verdipapirer, samt tilby clearingvirksomhet,

dataprosessering, oppgjørsvirksomhet, samt opplæring og informasjon knyttet til utviklingen av finans- og verdipapirmarkeder. I tillegg kan børsen drive opsjonsbørs. Annen aksessorisk virksomhet kan børsen ikke drive.

Børsen skal fastsette regler som supplerer loven, blant annet om opptak av verdipapirer til notering, gjennomføring av handel, om opptak av medlemmer, utstederes og medlemmers plikter og rettigheter. Reglene og endringer i dem skal forelegges Finansinspektionen for uttalelse og det relevante departementet for stadfestelse.

Børsen skal ha en administrerende direktør. Selskapets styre er i loven tillagt særskilte oppgaver, blant annet å treffe vedtak om opptak og strykning av verdipapirer fra notering, og opptak av medlemmer. Børsens avslag på søknad om opptak av verdipapirer eller opptak som medlem, samt vedtak om strykning, kan påklages til Finansinspektionen. Finansdepartementet, og i noen utstrekning også Finansinspektionen, kan beslutte unntak fra vilkårene for opptak til notering.

Loven åpner for at andre enn børsmedlemmer kan delta i handelen etter nærmere bestemmelser.

Etter loven kan også verdipapirer opptas til offentlig handel andre steder enn en på en børs. Verdipapirforetak kan gis tillatelse til å organisere slik handel etter nærmere regler angitt i loven. Kravene til utarbeidelse og stadfesting av regelverk gjelder tilsvarende for slike markedsplass som for børser.

Finansinspektionen har tilsyn med overholdelse av loven og regler gitt i medhold av den.

Helsingsfors Fondbørs ble omdannet fra forening til andelslag uten forretningsmessig formål i 1984, og fra andelslag til aksjeselskap i 1995. Børsen opererer i dag med forretningsmessig formål. Aksjene ble ved omdannelsen fordelt på andelslagets medlemmer som var både utstedere og verdipapirsentral i henhold til omdannelsesbestemmelser i andelslagsloven. Børsen fusjonerte i 1997 med SOM AB, Securities and Derivates Exchange, Clearing House, og tok navnet HEX (forkortelse for Helsinki Exchanges) AB, Helsinki Securities and Derivatives Exchange.

Helsinki Exchanges driver etter fusjonen notering av såvel aksjer, obligasjoner og derivater samt clearing. Børsen inngikk i november 1998 en strategisk samarbeidsavtale med Deutsche Börse og Eurex, som er nærmere omtalt i *"Faktisk konkurranse og samarbeid mellom børser og regulerte markedsplasser"* i kapittel 14.3.

Helsinki Exchanges AB er organisert med et styre hvor medlemmene forutsettes oppnevnt ut fra sin sakkunnskap.

Helsinki Exchanges hadde etter fusjonen i 1997 ca 130 aksjonærer hvorav de største er Merita Gruppen med ca 30 prosent og OM Gruppen AB med ca 15,7 prosent. Aksjene er fritt omsettelige og uten eierbegrensninger for enkeltaksjonærer eller grupper, men med lovbestemt stemmerettsbegrensning på 1/20 av tilstedeværende stemmer på generalforsamlingen.

I tillegg til Helsingforsbørsen er det i Finland også en derivatbørs og kraftbørsen ELEX Electricity Exchange.

Verdipapirregistrering var tidligere organisert i en rekke konkurrerende sentraler som nå er slått sammen i ett foretak.

13.5 Storbritannia

I henhold til Financial Services Act av 1986 kreves offentlig autorisasjon for å drive investeringstjenester, med mindre det foreligger et særskilt unntak. Et slikt unntak gjelder blant annet for foretak som er «recognized investment exchange». I henhold til loven kan Financial Services Authority (FSA) (tidligere Securities and Investments Board (SIB)) godkjenne en børs (investment exchange) dersom den tilfredsstiller nærmere bestemte vilkår. Slik godkjennelse er imidlertid ikke påkrevet. Et marked kan også velge i en rekke alternative godkjennelsesordninger, for eksempel som «broker-dealer» gjennom medlemskap i en selvregulerende organisasjon eller «service company» som har rett til å organisere investeringer for næringslivet og erfarne investorer[28].

Loven stiller ikke særskilte krav til organisasjonsform eller eierskap for «recognized exchanges». Foretaket må i henhold til loven ha tilstrekkelige finansielle midler til å fylle sine funksjoner, og skal påse at markedsplassen har et regelverk som sikrer at handelen skjer i ordnede former blant annet slik at investorene har tilstrekkelig beskyttelse. Børsen skal begrense omsetningen til instrumenter som det er et tilstrekkelig marked for og skal sørge for tilfredsstillende regler om informasjonsplikt for utstedere. Børsen må sørge for å ha et apparat for gjennomføring av transaksjoner enten i egen organisasjon eller gjennom andre. Den skal videre sørge for at transaksjoner registreres. Børsen må ha en organisasjon for effektivt tilsyn med overholdelse av sitt regelverk eller sørge for at dette gjennomføres av andre. Foretaket skal ha en organisasjon for etterforskning av klager og transaksjoner gjort i børsens system. Den skal kunne og være villig til å fremme og opprettholde høy integritet og rettferdighet ved gjennomføring av sin virksomhet. Den skal også kunne gi informasjon til offentlige myndigheter som har ansvar for overvåkning av investeringsvirksomhet eller andre finansielle tjenester.

I tillegg til lovregler, særlig Financial Services Act, forskrifter gitt av departement og tilsynsorganet FSA, gir regelverket betydelige fullmakter til såkalte selvregulerende organisasjoner. London Stock Exchange er i tillegg til å være «recognized investment exchange» også gitt fullmakter som selvregulerende organisasjon (Self Regulating Organisation, SRO). Det er imidlertid ikke krav om at børser også skal være selvregulerende organisasjon. Labour-regjeringen har påbegynt en større omorganisering av tilsynet med finanssektoren som blant annet har overført noe myndighet fra selvregulerende organisasjoner til de offentlige tilsynsmyndighetene.

London Stock Exchange ltd., er organisert som aksjeselskap (private limited company) der bare børsens medlemmer er aksjonærer. Selskapets styre består av ca 20 medlemmer, hvorav ca en firedel representerer børsens ledelse, fem er uavhengige styremedlemmer, og de øvrige representerer ulike typer børsmedlemmer. Valg av uavhengige medlemmer skal i henhold til børsens vedtekter forelegges for sentralbanksjefen. Stillingen som styreformann og daglig leder er normalt adskilt. Børsens styres også av en Executive Committee utpekt av styret og som består av den del av styret som er rekruttert fra ledelsen med tillegg av tre andre avdelingsledere. Komitéen er ansvarlig for den daglige administrasjon og styring av børsen, og er ansvarlig overfor styret. London Stock Exchange består av markeder for henholdsvis innenlandske og utenlandske egenkapitalinstrumenter, låneinstrumenter,

28. se A Revolution in Securities Markets Structures? OECD Financial Markets Trends, November 1996

samt the Alternative Investment Market (AIM) for små- og mellomstore foretak. Børsen har ikke derivathandel. Børsen har en rekke datterselskaper, blant annet selskap som driver clearing og oppgjør av handel. Den viktigste clearing og oppgjørssentralen i Storbritannia er CREST. Børsens handelssystem drives av Andersen Consulting. Som selvregulerende organisasjon har børsen fått delegert ansvarsområde fra tilsynsmyndighetene, blant annet ansvar for å følge opp regler om markedsmanipulasjon og innsidehandel, samt å sette opp regelverk for markedsplassen. Børsen er videre kompetent myndighet for beslutning om opptak til notering, kontroll av prospekter m v.

De øvrige markeder som omfattes av investeringstjenestedirektivets liste over regulerte markeder er Tradepoint Financial Networks plc (Tradepoint) se *"Generelt om konkurransen mellom markedsplasser"* i kapittel 14.2, The London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE), og OMLX, The London Securities & Derivatives Exchange Limited, se *"Sverige"* i kapittel 13.2.

13.6 Tyskland

Tyske børser skal formelt være organisert som offentlig regulert institusjon (på engelsk omtalt som «public law institution») som tilsvarer en form for stiftelse, og som for øvrig ikke kan stifte rettigheter eller plikter. Hver børs skal være tilknyttet en operatør («supporting body») som står for handel og tilknyttede tjenester, og som skal dekke utgiftene ved børsens aktivitet. En slik operatør kan enten være et lokalt handelskammer eller et privatrettslig foretak, som for eksempel aksjeselskap. Vedtak om opptak av verdipapirer, medlemskap og lignende er tillagt den offentlig regulerte institusjoner, mens drift og forretningsmessig virksomhet tilligger operatørforetaket. Det imidlertid vanlig at styret i de to organisasjonene består av de samme personer.

Etablering av børs må godkjennes av den kompetente delstatsmyndighet, som også er ansvarlig for tilsyn med børsen. Godkjennelsen gjelder begge de organisasjoner som utgjør en børs.

Den langt største børsen i Tyskland er Frankfurt-børsen, der Deutsche Börse AG er operatør. *Deutsche Börse AG* er et aksjeselskap som er eiet av banker med 80 prosent, regionale børser 10 prosent og meglere 10 prosent. Deutsche Börse, som ble etablert i 1993, er også operatør for den eneste tyske derivatbørsen, Deutsche Terminbörse, og eier av datterselskaper som driver clearing og registrering. Frankfurtbørsens høyeste organ er et børsråd som er ansvarlig blant annet for børsens regelverk, avgifter og avgjørelser knyttet til nye tekniske handelssystem. Rådet, som består av 24 representanter for banker, meglere, forsikringsselskaper og andre utstedere og investorer, utpeker også børsens ledelse. Rådet velger også en opptakskomité. Som operatør for Frankfurt-børsen og derivatbørsen, sørger Deutsche Börse for ledelse, personell, finansielle ressurser og elektronisk handelssystem. Det er stor grad av personfellesskap i den daglige ledelsen av Frankfurtbørsen og Deutsche Börse.

I Tyskland er det dessuten flere regionale børser, men disse står for liten del av omsetningen sammenlignet med Deutsche Børse/Frankurtbørsen. Mellom flere børser er det etablert ulike former for samarbeid.

13.7 Frankrike

Etter fransk rett skal regulerte markeder for finansielle instrumenter drives av private foretak uten at noen særskilt organisasjonsform er påkrevet. Foretakets formål skal være å sørge for markedets funksjoner og kan også omfatte clearing og oppgjør. Anerkjennelse som regulert marked gis av finansdepartementet etter uttalelse fra finanstilsynet, verdipapirtilsynet og nasjonalbanken. Vilkår for slik anerkjennelse er blant annet at selskapet kan sørge for markedets funksjon og har handelsregler som er godkjent av tilsynsmyndigheten. Handelsreglene skal blant annet omfatte vilkår for tilgang til markedet, opptaksvilkår, handelsregler og regler for registrering og offentliggjøring av transaksjoner. Selv om selskapet som opererer børsen kan beslutte opptak av finansielle instrumenter på markedet, kan tilsynsmyndigheten overprøve slik beslutning.

Paris-børsen (Société des Bourses Françaises) er organisert som aksjeselskap (société anonyme) med børsmedlemmene som aksjonærer. Tilsynsmyndigheten er en selvregulerende organisasjon med representanter for ulike sektorer oppnevnt av finansministeren etter konsultasjon med de relevante institusjoner og organisasjoner (finansielle mellommenn, utstederselskaper, investorer, ansatte i investeringsforetak og finansielle eksperter). Tilsynet godkjenner børsens handelsregler og gir også egne regler som må godkjennes av finansministeren. Selv om børsene opereres av selskaper som eies av børsmedlemmene, er det ikke noe lovkrav om at samtlige medlemmer er aksjonærer, og heller ikke at samtlige aksjonærer er medlemmer.

Paris-børsen eier også derivatbørsen, MONEP, og har nylig ervervet futuresmarkedet, MATIF, som begge er anerkjent som regulerte markeder etter ISD.

13.8 Belgia

Lovgivningen skiller mellom børser (Bourses de Valeurs Mobiliéres) og andre markeder (autres marchés) som begge er avhengig av konsesjon. Børser skal være organisert som co-operative selskaper der den alminnelige aksjeselskapsrett gjelder med spesialregler i særlovgivningen. Andre markeder kan etableres ved kongelig resolusjon, når det anses som nødvendig for utviking av Belgia som finansielt senter eller for beskyttelse av personer med tilgang til disse markedene. Regelverket for andre markeder er mindre detaljerte enn de som gjelder for børsene, og gir mer rom for individuell tilpasning.

I Belgia finnes eksempler på begge disse markedene. Brüsselbørsen er en børs og Easdaq er et «annet marked». Mens Brüsselbørsen eies av medlemmene, er Easdaq eiet av investorer, som også inkluderer medlemmer. I Belgia er det også en derivatbørs, Belfox, som er i samme konsern som Brüsselbørsen.

Easdaq er organisert som belgisk aksjeselskap. Selskapet ledes av et styre som blant annet fastsetter børsens regelverk for opptak, medlemstilgang, handelsregler m m. Styret er valgt av generalforsamlingen som velger en tredjedel fra kandidater utpekt av European Association for Securities Dealers (EASD) som er organisasjonen som tok initiativ til etablering av markedsplassen, en tredjedel fra en liste utpekt av aksjonærene og den siste tredjedelen fra en liste som EASD og aksjonærene sammen har foreslått. Styrets regelen-

dringer må godkjennes av det belgiske finansdepartementet. Den daglige kontrollen av markedet utøves av «Market Authority» som er et selvstendig og uavhengig organ bestående av minst fire medlemmer utnevnt av styret etter godkjennelse av Finansdepartementet. Vedtak truffet under organets myndighet kan påankes til en særskilt ankeinstans bestående av minst tre medlemmer av forskjellig nasjonalitet som oppnevnes av Easdaqs styre etter godkjennelse av finansdepartementet. Avgjørelse av klageinstansen kan påankes videre til den høyeste belgiske forvaltningsdomstolen, som bare kan prøve lovanvendelse og myndighetsmisbruk. Markedet er underlagt tilsyn av de belgiske tilsynsmyndighetene. Det vises til nærmere beskrivelse i *"Faktisk konkurranse og samarbeid mellom børser og regulerte markedsplasser"* i kapittel 14.3 av Easdaqs virksomhet.

13.9 Nederland

Nederlandsk lovgivning tillater idag at det etableres børser som skal være organisert som aksjeselskap og skal være godkjent av myndighetene.

Amsterdam-børsen ble i 1997 slått sammen med derivatbørsen, European Options Exchange. Begge børser var eiet av medlemsforeninger som overdro sine aksjer til et nyetablert holdingselskap, Amsterdam Exchanges. Datterselskap for clearing og oppgjør ble etablert som et tredje datterselskap. De tidligere foreningene for Amsterdambørsen og derivatbørsen, beholdt reguleringsog tilsynsfunksjoner i forhold til børsenes medlemmer, mens overvåkning og regulering av handel og utstederrelasjoner ble morselskapets ansvar. Mens A-aksjene i det nye holdingselskapet ble forbeholdt børsmedlemmene som vederlag for overføring av aksjene i de respektive børsene, ble børsmedlemmer, institusjonelle investorer og utstedere invitert til å kjøpe B-aksjer i det nye selskapet fra medlemsforeningene. Medlemmene eier idag ca 60 prosent av aksjekapitalen, mens 25 andre aksjonærer eier de resterende ca 40 prosent. For en 5-års periode er det begrensninger i omsetteligheten til medlemmer, institusjonelle investorer og utstedere. Etter dette vil aksjene i holdingselskapet bli fritt omsettelige og planlegges notert på Amsterdam-børsen. Det vil være eierbegrensning på 10 prosent av aksjekapitalen. Hver aksje gir en stemme på generalforsamlingen.

13.10Sveits

I Sveits erstattet i 1997 en ny føderal lov om børser og verdipapirhandel[29] kantonale regler om denne type virksomhet. Loven er en rammelov som utfylles av regler gitt av den føderale regjeringen, av tilsyns- og konsesjonsmyndigheten og av selvregulering.

Drift av børs krever konsesjon fra den føderale bankkommisjon (Commision Fédérale des Banques). Med børs forstås i henhold til loven:

> «any organization which is set up for the purpose of securities trading and which enables the simultaneous exchange of offers of securities among a number of securities dealers as well as the execution of transactions».

29. Loi fédéral sur les bourses et le commerce des valerus mobilières, av 24 mars 1995 i kraft (med noen unntak) februar 1997.

Regjeringen kan fastsette at foretak som helt eller delvis tilsvarer børser, skal omfattes av loven dersom lovens formål tilsier det. På samme vilkår kan børser eller lignende virksomheter unntas fra loven. Regjeringen skal fastsette vilkår for utenlandske børsers virksomhet i Sveits når disse ikke har registrert forretningssted i landet.

Konsesjon som børs skal gis dersom

- børsen gjennom sitt regelverk og organisasjon gir sikkerhet for å være i tråd med loven;
- børsen og den ledelse har tilstrekkelig faglig kunnskap og gir sikkerhet for god forretningmessig opptreden;
- de styrende organer fyller slike minimumsvilkår som regjeringen fastsetter.

Noen bestemt organisasjonsform krever loven ikke. Den stiller heller ikke konkrete krav til eierskap, eierbegrensninger eller lignende.Børsen må ha en organisasjonsstruktur som fyller dens oppgaver med hensyn til drift, administrasjon og overvåkning som er tilpasset dens virksomhet. Børsen skal fastsette regler om markedets organisering som sikrer effektivitet og gjennomlysning. Den skal også fastsette regler om opptak av medlemmer og verdipapirer, og om forpliktelser knyttet til medlemskap og børsnotering. Børsen skal ha et selvstendig klageorgan til behandling av klager over børsens vedtak. Børsen fastsetter selv regler for klagenemnden. Børsens regelverk og alle endringer i dette skal oversendes tilsynsmyndigheten for godkjennelse.

Børsen er undergitt tilsyn av samme organ som gir konsesjon, den føderale bankkommisjon. Tilsynsmyndighetene kan trekke børskonsesjon tilbake dersom en børs ikke lenger fyller vilkårene for konsesjon og ved alvorlige brudd på rettslige forpliktelser eller interne regler.

Børsstrukturen i Sveits har i perioden 1992 til 1996 vært gjenstand for sentralisering. Bourse Suisse (*SWX Swiss Exchange)* erstatter syv tidligere regionale børser. Derivatbørsen *SOFFEX* (Swiss Options and Futures Exchange) er til tross for at den er organisert som et heleiet datterselskap, fullt integrert i børsens organisasjon. Børsen er organsiert som forening med ca 55 meglerforetak som medlemmer. Børsen er organisert med en uavhengig komité for opptak av verdipapirer med medlemmer som representerer børsen selv og handels- og industriføderasjonen.

13.11USA

Verdipapirvirksomhet i USA er regulert i føderal lovgivning som i hovedsak består av syv lover, henholdsvis Securities Act of 1933, Securities Exchange Act of 1934, Public Utility Holding Company Act of 1935, Trust Indenture Act of 1939, Investment Company Act of 1940, Investment Advisers Act of 1940 og Securities Investor Protection Act of 1970. Loven fra 1933 stiller i hovedsak krav til informasjon fra utstedere når de selger verdipapirer. Loven fra 1934 inneholder regler om verdipapirhandel og stiller krav til børser og mellommenn samt krav til periodisk informasjon fra utstedere av børsnoterte verdipapirer. Loven fra 1935 regulerer foretak som eier elektrisitetsverk eller gassdistributører i flere stater. Loven fra 1939 regulerer obligasjonslån. De to lovene fra 1940 regulerer hhv foretak som hovedsakelig investerer i verdipapirer (Investment Company Act) og personer eller foretak som gir råd om verdipa-

pirhandel mot betaling (Investment Advisers Act). Loven fra 1970 etablerer et garantifond for investorer.

I medhold av Securities Exchange Act of 1934 er det også etablert et uavhengig føderalt tilsynsorgan; U. S. Securities and Exchange Commission (SEC), som har kompetanse i forhold til alle de nevnte lovene og fører tilsyn med utstedere, mellommenn, rådgivere og markedsplasser.

Loven fra 1934 inneholder en vid definisjon av børs eller «exchange» (Securities Exchange Act section 3 a) 1):

> «The term «exchange» means any organization, association or group of persons, whether incorporated or unincorporated, which constitutes, maintains or provides a market place or facilities for bringing together purchasers and sellers of securities or for otherwise performing with respect to securities the functions commonly performed by a stock exchange as that term is generally understood, and includes the market place and the market facilities maintained by such exchange.»

«Securities» er i samme lov definert slik at både verdipapirer og derivater med verdipapirer som underliggende er omfattet. Både organiserte markeder for verdipapirer og organiserte markeder for derivater til verdipapirer faller derfor inn under børsbegrepet («securities exchange»).

I loven skilles det også mellom registrerte («Registered National Securities Exchanges») og ikke registrerte børser, og som hovedregel vil det ikke være tillatt å bruke en børs som ikke er registrert til verdipapirvirksomhet som går utover en delstat (Securities Exchange Act section 5):

> «It shall be unlawful for any broker, dealer or exchange, directly or indirectly, to make use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce for the purpose of using any facility of an exchange within or subject to the jurisdiction of the United States to effect any transaction in a security, or to report any such transaction, unless such exchange (1) is registered as a national securities exchange under section 6 of this title, or (2) is exempted from such registration upon application by the exchange because, in the opinion of the Commission, by reason of the limited volume of transactions effected on such exchange, it is not practicable and not necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors to require such registration.»

I praksis vil nesten all verdipapirhandel inneholde elementer som gjør at den går utover en delstat og derfor faller inn under den føderale lovgivningen. SEC kan i visse tilfelle gjøre unntak fra registreringskravet, fortrinnsvis på grunn av lavt volum. Det er også en nedre grense for hva som kan regnes som børsvirksomhet. Såkalte alternative handelssystemer drøftes nedenfor.

Vilkårene for å bli registrert som børs er i hovedsak generelle og kvalitative, og kan i forkortet form gjengis som følger:

a) Børsen må være organisert slik at den både selv kan følge reglene og sørge for at medlemmene følger regelverket.
b) Alle registrerte mellommen (brokers and dealers) må ha adgang til å bli medlem. Det er anledning til å begrense antall medlemmer. Meglere som er diskvalifisert kan, og skal i noen tilfelle, nektes adgang.
c) Sammensetningen av styrende organer må være «fair», og minst ett av styremedlemmene skal representere utstedere og investorer.
d) Fordelingen av utgifter mellom medlemmer, utstedere og andre brukere skal være rimelig.

e) Reglene for børsen skal bidra til frie og åpne markeder, motvirke manipulasjon, fremme rettferdig handel og legge til rette for samarbeid med tilsynsmyndigheter, oppgjør, clearingvirksomhet o s v.
f) Det skal være effektive sanksjoner mot medlemmer som bryter reglene, og rettferdige prosedyrer for behandling av sanksjonsspørsmål.

SEC vurderer søknader i forhold til disse kravene, og registrerer eventuelt den aktuelle børsen. Følgende 8 børser er (pr april 1998) registrert som «national securities exchange»:
- American Stock Exchange
- Boston Stock Exchange
- Chicago Board Options Exchange
- Chicago Stock Exchange
- Cincinatti Stock Exchange
- New York Stock Exchange
- Pacific Exchange
- Philadelphia Stock Exchange

I tillegg er The Nasdaq Stock Market Inc, som ikke er en børs i tradisjonell forstand, men et såkalt OTC-marked, registrert som en «national securities exchange».

Aksjehandelen på NASDAQ tilsvarer omtrent halvparten av handelen på New York Stock Exchange, mens handelen på American Stock Exchange igjen tilsvarer mindre enn 10 pst av handelen på NASDAQ. De seks regionale børsenes andel av handelen med aksjer er sammenlagt ca 5 ganger større enn handelen på American Stock Exchange. Volummessig er det derfor New York Stock Exchange og NASDAQ som er de klart viktigste børsene for aksjehandel. Chicago Board of Trade har det største derivatmarkedet. Den viktigste clearinginstitusjonen er eiet av de største børsene i fellesskap.

De registrerte børsene er integrert i et såkalt National Market System, som innebærer et felles system for offentliggjøring av priser og volumer.

Registrerte børser regnes som såkalte selvregulerende institusjoner («self-regulatory organizations»). Det betyr at børsen selv har et ansvar for å ha et internt regelverk som bidrar til rettferdig handel og beskyttelse av investorer. Børsen skal blant annet kunne suspendere og utvise medlemmer. Den enkelte børs skal også overvåke markedet, og må ha systemer for å avdekke markedsmanipulasjon, innsidehandel m v.

Tilsyn føres på flere nivåer. For det første har mellommenn (broker – dealers) selv et ansvar for å kontrollere at reglene følges. Broker – dealers må være registrert både hos den enkelte børs og hos SEC. Børsene fører, i tillegg til tilsyn med markedet, også tilsyn med de mellommenn som er medlemmer av den enkelte børsen. SEC fører tilsyn med de registrerte børsene. SEC fører også tilsyn med, og kan overprøve den enkelte børs' eventuelle ileggelser eller ikke av sanksjoner overfor medlemmer og andre. SEC skal blant annet ha kopi av alle forslag til endringer i internreglene, og slike endringer kan ikke settes i kraft før SEC har godkjent dem.

Det er ikke noen konkrete skranker for virksomhetsområdet til en børs. I og med at vesentlige endringer eller utvidelser av virksomhetsområdet forutsetter regelendring, vil SEC gjennom kravet om godkjenning av regelendringer også føre kontroll med virksomhetsområdet.

Det er ikke konkrete regler for organisering eller eie av børser. Ut fra vilkårene for registrering gjengitt over kan det utledes at børser må ledes av

et styre. Børser har hittil vært organisert som selvstendige foretak. Både New York Stock Exchange og American Stock Exchange er organisert som såkalte non-profit membership organisations, mens NASDAQ er organisert som et vanlig «for profit» foretak. NASDAQ er imidlertid eiet av National Association of Securities Dealers (NASD), som er en non-profit membership organisation. NASD er også en selvregulerende organisasjon under tilsyn av SEC.

American Stock Exchange og NASDAQ har imidlertid i 1998 besluttet å slå seg sammen, det vil si at også American Stock Exchange skal eies av NASD. Det er heller ikke utelukket at bransjen vil bli ytterligere restrukturert. De mindre børsene mister aksjehandel til New York Stock Exchange og NASDAQ, samtidig som den tekniske utviklingen fordrer store investeringer.

Det har i USA vært fokusert endel på såkalte alternative handelssystemer. SEC har anslått at ca 20 pst av volumet i OTC – markedet og ca 4 pst av volumet ved New York Stock Exchange håndteres i alternative handelssystemer som ikke er registrerte børser. Disse handelssystemene vil vanligvis være drevet av registrerte broker – dealers, og er derfor under tilsyn. Men en broker – dealer har ikke de samme plikter til å overvåke handel som en national securities exchange, og deltar heller ikke i the national market system (felles offentliggjøring av pris og volum). Dessuten vil en broker – dealer stå under tilsyn av en selvregulerende organisasjon som selv er, eller driver, en børs. SEC har påpekt at dette kan skape visse interessekonflikter. SEC foreslo høsten 1997 regler for alternative handelssystemer som innebærer at noen av reglene for børser skal gjelde også for slike systemer.

Kapittel 14

Konkurranseforhold i Norge og internasjonalt

14.1 Utviklingstrekk i norsk og internasjonal verdipapirhandel

14.1.1 Innledning

Verdipapirmarkedet har gjennomgått store strukturelle endringer de siste tyve årene både internasjonalt og i Norge. Beskrivelsen her vil ta utgangspunkt i utviklingstrekk internasjonalt, ettersom markedet og konkurransen er internasjonal, men med enkelte beskrivelser av norske forhold spesielt. Dersom den teknologiske utvikling og internasjonaliserende trend fortsetter, vil forhold som hittil primært har berørt andre markeder, raskt også kunne berøre det norske markedet.

Endringene kan tilskrives en rekke samvirkende forhold hvor det ikke alltid er klart hva som er årsak og hva som er virkning. Særlig fremtredende er den *teknologiske utvikling,* herunder for kommunikasjon, som blant annet har muliggjort etablering av automatiserte børser og handelssystemer for omsetning av verdipapirer, og derved redusert behovet for deltagernes fysiske tilstedeværelse. Fremveksten av store *institusjonelle investorer* med internasjonale porteføljer og krav til variasjon i investeringsprodukter og lave transaksjonskostnader har ikke bare bidratt til konkurranse mellom eksisterende børser, men også til fremveksten av alternative måter å fastsette priser og gjennomføre handler på. En generell *internasjonalisering av næringslivet* har i seg selv også stilt nye krav til verdipapirmarkedene. En *gjennomgående nedbygging av den rettslige beskyttelsen mot konkurranse for nasjonale markedsplasser* har medført økt handel over landegrensene og derved økt konkurranse mellom markedene. Denne deregulering skyldes i stor grad politisk enighet om prinsippene bak det Europeiske Økonomiske Fellesskap. Prinsippene om fri flyt over landegrensene av blant annet kapital og tjenester bygger på at økt konkurranse forventes å gi bedre tilbud til forbrukerne. Konkrete resultater av dette er blant annet EUs investeringstjenestedirektiv som er beskrevet i *"Internasjonale rammebetingelser for børsvirksomhet"* i kapittel 12 og deregulering av valutamarkedene. Den økede konkurransen mellom markeder har vært én viktig faktor bak mange børsers endrede organisasjonsform.

14.1.2 Teknologisk utvikling

Utviklingen av informasjonsteknologi og kommunikasjonssystemer har muliggjort store endringer innenfor mange områder av verdipapirhandelen. Elektroniske handels- og informasjonssystemer har mange steder erstattet den tradisjonelle auksjonshandelen og børsgulvet. Selv om graden av automatisering varierer mellom børsene, anvender stort sett alle i dag elektronisk informasjonsteknologi i et eller flere ledd av markedsoperasjonene. Noen børser har fullstendig automatiserte auksjoner eller løpende slutning av kjøps- og salgsordre, mens andre kombinerer skjermbaserte tjenester med børsgulv og/eller telefonhandel.

Elektroniske handelssystemer muliggjør deltagelse i handelen uten fysisk tilstedeværelse på markedsplassen. Dette forenkler handel over landeg-

rensene, såkalt grenseoverskridende handel, og åpner for større internasjonal konkurranse.

Informasjonsteknologien har også senket terskelen for etablering av alternative markeder i konkurranse med de tradisjonelle børsene, enten som nye, elektroniske børser eller andre elektroniske handelssystemer.

At handelen foregår over elektroniske systemer har også åpnet for sammenkobling av ulike systemer. Dette utnyttes blant annet til rimelig og effektiv spredning av informasjon, samarbeid med andre børser og sammenkobling av systemer i verdipapirkjeden.

Gjennom global industristandardisering for blant annet kommunikasjonssystemer og teknologi kan sammenkobling forenkles betydelig. Sammenkobling av ulike systemer i verdipapirkjeden (jf *"Nåværende verdipapirmarkedsstruktur i Norge"* i kapittel 7), for eksempel handelssystemer og systemer for oppgjør og registrering, kan redusere de samlede transaksjonskostnader. Gjennom en utviklet infrastruktur som omfatter flere ledd i kjeden, kan det antall ganger informasjon må registreres i ulike systemer reduseres betydelig. Samtidig åpner det for å erstatte dyre manuelle prosesser i en verdipapirkjede med automatiske prosesser. Internasjonalt er det stort fokus på dette arbeidet (såkalt straight through processing, STP), fordi det antas at det vil bidra sterkt til økt kostnadseffektivisering og risikoreduksjon.

Den store utbredelsen av internett utvider mulighetene for kommunikasjon, særlig med småinvestorer. Foreløpig er en viktig anvendelse markedsplassenes spredning av kursinformasjon. Også i kommunikasjon mellom meglere og investorer, hvor det tradisjonelt er anvendt telefon og telefax, blir internett anvendt i økende utstrekning. Investorene kan gjennom slik kommunikasjon blant annet inngi kjøps- og salgsordre og motta melding om gjennomførte transaksjoner. Dersom muligheter for elektronisk betaling videreutvikles vil de mulighetene som ligger i slike nettverk kunne øke betydelig. Investorenes beslutningsprosesser og verdipapirforetakenes formidling kan ved hjelp av informasjonsteknologi automatiseres betydelig, noe som i noen utstrekning utnyttes i dag. Utnyttes alle muligheter, kan hele verdipapirkjeden automatiseres; ordrebeslutning, innleggelse av ordre, meglerens formidling til markedet, slutning i markedet, oppgjør og registrering. Et eksempel på automatisert prosess er et verdipapirforetak som gjennom et dataprogram, stiller forpliktende kurser som market-maker på flere europeiske derivatbørser. På tilsvarende måte kan enkeltinvestorer la sin handel styres og effektueres fullstendig av et dataprogram, såkalt «programtrading».

Ny teknologi skaper også nye former for systemrisiki. Blant annet øker elektroniske systemer hastigheten i ordrebehandlingsprosessen og reduserer «den menneskelige faktoren» i prosessen, noe som kan føre til en lavere grad av refleksjon og feiloppdagelse. På den annen side har tilgang til realtidsinformasjon bidratt til å redusere risiko for ulik fordeling av informasjon i markedet. Dessuten kan teknologien bidra med systemer for å forebygge feil. Informasjonsteknologien har også bidratt til utviklingen av nye typer sofistikerte finansielle instrumenter, blant annet for å kontrollere markedsrisiko for verdipapirporteføljer. Uten slik teknologi ville f eks beregninger av posisjoner og utviklingen av strategi for risikospredning gjennom derivater, vært både tidkrevende og mindre sikker enn i dag.

14.1.3 Institusjonelle investorer

Institusjonelle investorers innflytelse preger også utviklingen i verdipapirmarkedene og bidrar til strukturelle endringer. Typiske institusjonelle investorer er profesjonelle forvaltningsselskaper, banker, forsikringsselskaper, pensjonskasser og verdipapirfond. Internasjonalt flyter stadig større deler av kapitalen gjennom slike verdipapirfond, som investerer i verdipapirmarkeder over hele verden.

Fremveksten av institusjonelle investorer skyldes økning i privat sparing, særlig som finansiering av alderspensjon og andre velferdsordninger. Sparernes vurdering av avkastning, risiko og likviditet leder også til at en stadig større andel av sparingen flyttes fra tradisjonelle former som bank og forsikring til verdipapirmarkedet. Store deler av denne sparingen institusjonaliseres ved at midlene kanaliseres gjennom forvaltere, fond m m.

Gjennom voksende markedsandeler får de institusjonelle investorene økt markedsmakt og må antas å stille større krav til kvaliteten på- og lavere priser for de ulike tjenester de mottar fra børser, meglere og andre tjenesteytere i verdipapirmarkedet.

Institusjonelle investorer ønsker blant annet mer kostnadseffektive måter å omsette verdipapirer på. Dette fører til et press på både børser og mellommenn om lavere transaksjonskostnader. Dels ønsker investorene å delta direkte i børshandelen uavhengig av meglere, dels ønsker de alternative måter for omsetning av verdipapirer. Som del av dette etableres det større enheter hvor det kan sluttes handler internt. Institusjonelle investorer har også opparbeidet egen analysekompetanse og mindre avhengighet av tradisjonelle investeringsrådgivere. Med en stadig mer aktiv holdning til utstederselskapenes ledelse, forretningsførsel og aksjonærpolitikk (såkalt «corporate governance») blir de direkte linjene mellom foretakene og investorene styrket på bekostning av verdipapirforetakenes tradisjonelle rolle som leverandør av selskapsspesifikke analyser. Som følge av at de ofte opererer med betydelige omsetningsposter som kan ha stor påvirkning av markedskursen, søker institusjonelle investorer større grad av anonymitet enn de kan oppnå ved bruk av verdipapirforetak som normalt har plikt til å innrapportere transaksjoner til en børs. De søker derfor ofte selv å finne motparter, for å redusere handelens priseffekt i markedet, for ikke å avdekke sine posisjoner, og for å redusere de direkte transaksjonskostnadene. Disse forholdene har bidratt til fremveksten og den økte bruken av uregulerte markeder, særlig såkalte Proprietary Trading Systems, jf *"Uregulerte markeder"* i kapittel 14.4. En spørreundersøkelse[30] blant europeiske institusjonelle investorer fra 1996 viste at 69 prosent forventet at slike systemer vil stå for 10 prosent av all europeisk aksjehandel i år 2000. 13 prosent av institusjonene forventet at slike systemer vil stå for mer enn 50 prosent av alle handler med aksjer i år 2000.

Institusjonelle investorers økende innflytelse og endrede adferd kan føre til at mellommennene i verdipapirmarkedet får mindre betydning. Internasjonalt har meglere til en viss grad svart på dette med å kutte kurtasjekostnader for å sikre markedsandeler, samtidig som fokus skiftes over mot andre inntektskilder enn tradisjonell megling[31] Det vises til oversikt over norske

30. Schwartz, R.A. og B. Steil (1996), Institutional Investor Trading Practices and Preferences» i Steil, B. (ed.) et al.; The European Equity Markets; The State of the Union and an Agenda for the Millennium, The Royal Institute of International Affairs og The European Capital Markets Institute. (Referert i OECD, «Financial Market Trends», nr. 65, november 1996.

verdipapirforetaks inntekter i rapport om Konkurranseforhold og inntjening i verdipapirforetak, utarbeidet av Konkurransetilsynet og Kredittilsynet april 1998. Samtidig er det endel av det internasjonale bildet at større verdipapirforetak også er blitt institusjonelle investorer.

Et aktuelt spørsmål er hvorvidt tradisjonelle børser vil ønske å gi investorer direkte tilgang til deres handelssystemer, på lik linje med de tradisjonelle børsmedlemmene. Børsene må også ta stilling til hvorvidt interessegrupper som utstedere og investorer skal gis en mer direkte innflytelse i børsvirksomheten. Et annet og viktig problemområde relaterer seg til regulering av uregulerte handelssystemer og hvordan myndigheter og andre skal forholde seg til handelssystemenes utbredelse på tvers av landegrensene.

14.1.4 Europeisk deregulering

Verdipapirhandelen er i de senere år internasjonalisert gjennom nedbygging av nasjonal særregulering. Dette har ført til og forventes fortsatt å føre til øket konkurranse over landegrensene. Særlig viktig så langt er EUs investeringstjenestedirektiv og andre regler for å sikre den frie bevegelighet av kapital og tjenester mellom medlemsstatene, se *"Investeringstjenestedirektivet – ISD"* i kapittel 12.2.2.

Investeringstjenestedirektivet har åpnet for handel over landegrensene blant annet ved at verdipapirforetak med konsesjon fra sitt hjemland («europeisk pass») kan tilby tjenester i andre medlemsstater, og at regulerte markeder kan tilby grenseoverskridende handel gjennom fjernmedlemmer i andre land. Dette innebærer i større grad at investorer kan velge til hvilke markeder de ønsker å kanalisere sine investeringer og sin omsetning. Foretak med behov for egenkapital eller lånekapital kan lettere hente kapital utenfor sitt hjemmemarked.

Investeringstjenestedirektivet stiller ulike krav til «investeringsforetak» (verdipapirforetak på norsk) og «regulert marked». Et «regulert marked» skal etter direktivets definisjon blant annet reguleres av krav til åpenhet og rapportering, og av bestemmelser om opptak av verdipapirer til notering. Handelssystemer som kan få godkjent sin virksomhet som investeringsforetak vil derfor ha færre plikter isolert sett etter investeringstjenestedirektivet enn de som klassifiseres som et «regulert marked», og likevel ha tillatelse til å drive sin virksomhet som investeringsforetak i hele EØS-området.

Også andre direktiver i EU-regi har bidratt til øket harmonisering av regelverk knyttet til verdipapirmarkedene innen EØS-området. Harmoniseringen har bidratt til å øke handel over landegrensene, og til å gjøre forskjellene mellom børsene mindre. Av særlig betydning er direktiv om samordning av vilkår for opptak på verdipapirbørs (opptaksdirektivet, Rdir 79/279/EØF) som fastsetter minimumskrav for opptak av verdipapirer. Det samme gjelder prospektdirektivene (Rdir 80/390/EØF og 89/298/EØF) som blant annet pålegger alle medlemsstater å anerkjenne prospekter som er godkjent i utsteders hjemland. Det vises til nærmere omtale i *"Opptaksdirektivet"* i kapittel 12.2.3 følgende.

EUs økonomiske og monetære union (ØMU) og innføringen av en felles myntenhet euro, forventes å bli en katalysator for og årsak til endringer i verdipapirmarkedene. Alle børsene i og noen børser utenfor euro-området planlegger å tilby notering av verdipapirer i euro fra og med mandag 4. januar

31. . Jf. OECD, «Financial Trends» nr. 65 1996.

1999. Generelt forventes verdipapirhandelen over landegrensene i eurosonen å øke betydelig når valutakostnader og valutarisiko blir borte. Med en felles mynt vil rentemarkedet i Europa fremstå som ett stort marked, der ulike land, bedrifter og prosjekter vil få ulik kredittrisiko. Det er forventet at dette markedet vil ha betydelig større dybde og likviditet enn dagens adskilte nasjonale markeder, og dermed være attraktivt også for utstedere og investorer utenfor ØMU. Samlet sett vil disse endringene trolig føre til øket samarbeid og sammenslåing over landegrensene. Det vises til at flere av de allianser og samarbeidsavtaler nasjonalt og internasjonalt som er beskrevet under *"Institusjonelle investorer"* i kapittel 14.1.3 uttrykkelig er begrunnet i de strukturelle endringer som kommer til å følge med innføringen av det indre marked.

14.1.5 Organisering av børser

Et annet gjennomgående utviklingstrekk er endret organisering av europeiske børser. Tradisjonelt har de nasjonale børsene – enten legalt eller faktisk – vært i monopollignende posisjon innenfor sine respektive markeder. Børsene har ofte vært medlemsstyrte og medlemseide institusjoner. Øket internasjonal konkurranse både børsene i mellom, og mellom børser og alternative markeder, er en av faktorene bak at mange børser helt eller delvis har fått endret eierstruktur, er privatisert eller omorganisert. Mange børser er gitt mer fleksibel organisasjon, mer kommersiell orientering og større selvregulering enn børsene tradisjonelt har hatt. Blant annet har dette vært ansett nødvendig for å opprettholde eller styrke den nasjonale markedsplassens posisjon ved økende internasjonal konkurranse. Det vises til omtale av organiseringen av børser i ulike land i *"Organisering av børsvirksomhet i enkelte andre land"* i kapittel 13.

14.2 Generelt om konkurransen mellom markedsplasser

Ny teknologi, økt fokus på institusjonelle investorers behov og krav, internasjonalisering av blant annet næringslivet og investorene, og deregulering har resultert i en markant økning av konkurransen mellom regulerte børser og alternative handelssystemer.

Den økte konkurransen mellom ulike systemer for omsetning av verdipapirer har en rekke effekter for aktørene i verdipapirmarkedene. For det første leder økt konkurranse til at markedet tilbys flere typer produkter. Videre er konkurranse en spore til oppfinnsomhet, utvikling og effektivisering av markedene, og ikke minst, til økt fokus på reduksjon av kostnader. Alt dette kommer investorene til gode. Kort sagt kan man si at konkurranse medfører økt fokus på (institusjonelle) investorers behov.

For å kunne hevde seg i konkurransen om likviditeten, bør et velfungerende verdipapirmarked inneholde en fornuftig sammensetning av handelsregler og markedstjenester. Sentrale faktorer som bør inngå i en vurdering av markedet er likviditet, gjennomsiktighet, prisfastsettelsesprosess, transaksjonskostnader, rettferdighet og likebehandling, og markedets integritet. Punktene på denne listen kan imidlertid komme i konflikt med hverandre. For eksempel kan en investors ønske om anonymitet, være vanskelig å harmonere med kravet om gjennomsiktighet (offentliggjøring av handelstransaksjoner). Likeledes kan et krav om lavest mulige transaksjonskostnader være lite forenlig med behovet for en fornuftig regulering av markedet. Dette betyr at det vil

være umulig for et regulert marked til enhver tid å kunne tilfredsstille samtlige markedsaktører. Av den grunn vil det alltid være enkelte markedsaktører som har incitamenter til å søke alternativer som bedre ivaretar deres behov.

En ulempe ved etablering av alternative handelssystemer for de samme verdipapirer (fragmentering) er at det kan gi svakere likviditet i de enkelte markeder og dårligere grunnlag for en effektiv prisfastsettelse. I motsetning til fragmentering oppstår *markedskonsolidering* når ordre flyter til en enkelt handelsplass for gjennomføring, samtidig som all kjøps- og salgsinteresse vises i markedet. Konsolidering av ordreflyt til en sentralisert handelsplass (f eks en børs) vil i teorien øke likviditeten og markedets gjennomsiktighet, tillate flere ordre å bli utført samtidig uten betydelig effekt på markedsprisen og legge til rette for den mest effektive (og effisiente) prisfastsettelsesprosessen. På den annen side vil et fullstendig konsolidert marked utgjøre et monopol, noe som kan føre til at markedet tilbyr færre og dyrere tjenester overfor investorer.

Konkurransen mellom markedsplassene er både en konkurranse om investorenes kapital og handel, og om utstederne. Konkurransen om de institusjonelle investorenes kapital og handel er i stor grad en konkurranse om å få meglere og mellommenn som medlemmer og brukere. Flere institusjonelle investorer gir større tilgang til risikokapital til utstederne, og fører gjerne til bedre likviditet, som igjen kan tiltrekke nye investorer. Blant annet kan børsenes tilknytning til utenlandske meglerforetak som fjernmedlemmer bidra med handel og kapital fra fjernmedlemmenes kunder i deres hjemmemarked.

Utstederne har i utgangspunktet en sterkere tilknytning til sin hjemmebørs enn investorene, men muligheten for notering eller omsetning i flere markeder øker denne konkurransen. Utstedernes evne og vilje til å søke notering i andre land er blant annet avhengig av om utstederen er et stort eller lite foretak, og om det driver virksomhet i flere land. Konkurransen kan føre til at eksisterende utstedere flytter sin notering til andre børser, og at nye utstedere velger en annen markedsplass enn sin lokale børs. For aksjer er det imidlertid vanlig at børsnoteringen ved hjembørsen opprettholdes også når det søkes opptak på andre børser. At aksjen er notert og prissettes på et hjemmemarked kan også ha betydning for tilliten i et utenlandsk marked. For obligasjonsutstedere som kan velge marked for hvert enkelt lån, vil tilknytningen til hjembørsen være mindre. For utstedere er også uregulerte markeder et alternativ til børser. For derivater er det som oftest ingen tradisjonell utsteder som har en forankring til en nasjonal børs. Børsens introduksjon av derivater vil derfor avhenge av investorenes etterspørsel. Konkurranse mellom markedsplassene kan også sees som del av en konkurranse mellom sentra for finanstjenester. De siste 20 årene har det i de fleste land i Europa funnet sted en sentralisering ved at handel er flyttet fra lokale børser til nasjonale markedsplasser. De lokale børsene er i stor grad avviklet, slått sammen med eller tilknyttet den nasjonale børsen. De senere årene har børser og andre institusjoner i verdipapirmarkedet slått seg sammen eller innledet samarbeid for å etablere større enheter. Dette er gjerne begrunnet med posisjonering foran en forventet sentralisering av verdipapirhandelen. Samarbeidet foregår både *horisontalt*, det vil si mellom markedsplasser, og *vertikalt*, som vil si mellom ulike institusjoner i verdipapirkjeden.

14.3 Faktisk konkurranse og samarbeid mellom børser og regulerte markedsplasser

De forhold som er beskrevet ovenfor, har ført til en økt konkurranse mellom børsene. Begrepene børs og regulert markedsplass anvendes her om markeder med offentlig godkjennelse som sådan og særskilt at de fyller minimumskravene for «regulert marked» i henhold til investeringstjenestedirektivet, jf *"Regulert marked"* i kapittel 12.2.2.2.1.

Konkurransen gjør seg gjeldende på flere plan. Ved å knytte til seg verdipapirforetak i andre land kan en markedsplass tilby sine verdipapirer i andre land, i konkurranse med den lokale markedsplassen. Hjembørsen vil også kunne oppleve økt likviditet gjennom utlendingenes handel, og bedre tilgang på primærkapital fra utenlandske markeder. Viktige konkurransefaktorer overfor investorer og meglere er særlig likviditet[32] volatilitet[33] , prisfastsettelsesmetode, gjennomsiktighet og transaksjonskostnader. Det er som nevnt i *"Generelt om konkurransen mellom markedsplasser"* i kapittel 14.2 også konkurranse mellom børser om notering av attraktive utstedere. Mellom derivatbørser vil det også konkurreres om å tilby konkurransedyktige produkter som børsene selv utvikler. Konkurransen som følge av grenseoverskridende handel varierer med type produkter som omsettes. Svært standardiserte produkter, som for eksempel statsobligasjoner, kan lettere søke til andre og fjernere markeder. For andre produkter, som for eksempel aksjer, er hjemmemarkedets nærhet til informasjon og kunnskap av større betydning. Det er imidlertid forventet at ytterligere harmonisering av børs- og selskapsregler og regnskapsstandarder kan gjøre aksjehandelen mer standardisert og dermed mer internasjonal.

Skal et marked kunne hevde seg i konkurransen må det ha brukernes tillit blant annet gjennom betryggende regulering og tilsyn. På den annen side vil aktører som ikke føler behov for den beskyttelse dette gir, eller opplever reguleringen som negativ, kunne søke til markeder med færre forpliktelser og eventuelt lavere priser. I en viss forstand vil således «reguleringsgraden» kunne virke som en konkurransefaktor.

Enkelte norske selskaper er notert på flere børser, jf oversikten i *"Omsetning av norske egenkapitalinstrumenter i utlandet"* i kapittel 6.2.4. Den viktigste grunn til at norske selskaper er notert på amerikanske børser eller i London, er trolig å få tilgang til større internasjonale investorer og større egenkapitalmarkeder for å få bedre kursfastsettelse i annenhåndsmarkedet. For endel selskaper som er notert på andre børser må dette antas å ha sammenheng med at de har produksjonsanlegg eller annen virksomhet i disse landene, eller ved at de gjennom fusjon eller oppkjøp er slått sammen med foretak som var notert på disse børsene. Det vises til tabell 6.2 med oversikt over norske aksjer og grunnfondsbevis som noteres eller omsettes ved utenlandsk børs. Utvalget kjenner bare til ett norsk aksjeselskap som bare er notert på utenlandsk børs. For norske låntagere, for eksempel finansinstitusjoner, er dette mer alminnelig. Disse kan velge om obligasjonene skal børsnoteres og i tilfelle på hvilken børs, ut fra investorenes ønsker, prospektkrav og kostnader forbundet med notering; et valg som kan være forskjellig for hvert enkelt lån.

32. Likviditet kan defineres som evnen til å omsette store poster av verdipapirer uten å påvirke kursen vesentlig, se *"Likviditet"* i kap 5.4.4
33. Volatilitet kan defineres som kursvariasjoner

For det norske markedet har det i likhet med en rekke andre europeiske markeder vært London som har vært den største konkurrenten. *London Stock Exchange* gjennomførte i 1986 en større reform som blant annet introduserte et skjermbasert og prisdrevet handelssystem for notering av kurser, SEAQ (the Stock Exchange Automatic Quotations system). Samtidig ble *SEAQ International* introdusert som et marked i det samme handelssystemet for utenlandske verdipapirer. I dette systemet kan det handles utenlandske verdipapirer som er notert på anerkjente børser, uten at disse formelt opptas til offisiell notering på Londonbørsen.

SEAQ Internationals største fortrinn i forhold til Oslo Børs var kontinuerlig og prisdreven handel. Ved at market-makerne stilte priser til enhver tid, kunne investorene få gjort handel raskt, og de fikk utført handel i store poster. Store poster kunne dessuten rapporteres med tidsforsinkelse, som medførte at handel med store blokker ga små priseffekter i markedet. Også den norske omsetningsavgiften i 1988 kan ha hatt betydning. For mange profesjonelle investorer ble derfor London det naturlige valget når større poster skulle omsettes. Selv om London økte sin handel i europeiske aksjer, skapte market-makerne i London også handel på selskapenes primærbørser ved at de ofte avlastet seg i de lokale markedene.

Om handelsmetodikk:

Forskjellige markedsplasser har ulike måter å organisere omsetningen av verdipapirer på. Et viktig skille går mellom såkalte ordredrevne og prisdrevne markeder.

I et *ordredrevet* marked fastsettes markedskursen ved at deltagerne innrapporterer en kjøps- eller salgsordre som angir antall verdipapirer og en prisbetingelse. De vanligste ordretypene er *limitordre* og *markedsordre*. En *limitordre* innebærer at selger eller kjøper spesifiserer den laveste eller høyeste kurs ordren kan omsettes på. En *markedsordre* betyr at selger eller kjøper akseptere den høyeste eller laveste kursen i markedet. Markedskursen fastsettes der kjøps- og salgstilbudene krysses. Avstanden mellom beste kjøperkurs og beste selgerkurs er med på å bestemme likviditeten i markedet.

Et prisdrevet marked kjennetegnes av at egne mellommenn, såkalte *market-makere,*forplikter seg til å kjøpe *og* selge et bestemt antall verdipapirer til kjøps- og salgskurser som til enhver tid gjøres kjent for markedet. Forskjellen mellom market-makernes kjøps- og salgskurs, *spread*, vil blant annet variere med likviditeten i markedet. Prisdrevne børser har ofte et vilkår for opptak til notering av et verdipapir at det er en eller flere market-makere som stiller kurser i verdipapiret.

Handelsmetodikken vil sjelden være rendyrket pris- eller ordredrevet. Begge metoder inneholder gjerne elementer av den andre.

Oslo Børs er i utgangspunktet et ordredrevet marked. I obligasjonsmarkedet er omsetningen i norske statsobligasjoner i hovedsak prisdrevet, blant annet på grunnlag av primærhandelavtaler som Norges Bank har inngått med verdipapirforetak, jf *"Statens/Norges Banks statsgjeldspolitikk m v"* i kapittel 5.5.3 og *"Oppgaver i tilknytning til verdipapirmarkedet"* i 11.3.2. Handel i obligasjoner utstedt av norske kredittforetak er også i stor grad prisdrevet. Også derivatmarkedet har elementer av et prisdrevet marked gjennom børsens avtaler med enkelte market-makere.

Ved utgangen av 1991 var 7 norske selskaper notert ved London Stock Exchange (LSE), og 32 selskaper var omsatt med bindende eller indikative (ikke-bindende) priser på SEAQ International. Det er grunn til å tro at en betydelig del av totalomsetningen i disse aksjene foregikk i London[34] . Det er imidlertid vanskelig å sammenligne omsetningstallene direkte på grunn av ulike former for innrapportering.

Flere samvirkende årsaker har ført til at de lokale børsene har vunnet tilbake markedsandeler fra London fra 1990 og utover. En viktig faktor var innføringen av kontinuerlige elektroniske ordredrevne handelssystemer på andre europeiske børser. Særlig viktig er innføringen av nye systemer i de store markedene i Paris og Frankfurt. Disse tiltrakk seg både investorenes og market-makernes handel, som førte til dårligere likviditet i London, som igjen førte til at market-makerne i London måtte øke sin spread. Den økte spreaden gjorde dette markedet mindre attraktivt samtidig som bedre likviditet på hjemmemarkedene gjorde at investorene var mindre villige til å betale ekstra for å få handler utført hurtig.

Også Oslo Børs har senere tatt markedsandeler fra London uten at det kan forklares med strukturelle endringer på markedsplassen. I tillegg til den generelle trend med økt spread i London kan det pekes på flere lokale forhold som kan antas å ha vært medvirkende til endringen i handelsmønsteret. En viktig faktor er en generell økning av likviditeten som følge av makroøkonomiske forhold i Norge, særlig fallende rentenivå som har gjort egenkapitalinstrumenter mer attraktive. Meglernes kurtasjesatser er også senket gjennom 1990-tallet. Også andre betingelser for å handle aksjer i Oslo er blitt bedre. Norske meglerhus har drevet aktiv markedsføring overfor utenlandske investorer, blant annet gjennom generell oppbygging av analysekompetanse, og utarbeidelse av analyser på engelsk. Oslo Børs utvidet også handelstiden i 1991. På samme måte som for de øvrige europeiske markedene må det antas at økt likviditet på hjemmemarkedet gjorde investorene mindre villige til å betale ekstra gjennom market-makernes spread for å få gjort handler hurtig. Også bortfall av omsetningsavgiften på aksjer kan ha vært medvirkende.

Oversikt over norske foretak notert på SEAQ eller Londonbørsen fremgår av tabell 6.2 i *"Omsetning av norske egenkapitalinstrumenter i utlandet"* i kapittel 6.2.4 ovenfor. Alle disse selskapene var primærnotert på Oslo Børs. Selv om mye av omsetningen er vunnet tilbake, foregår fortsatt stor omsetning av norske aksjer over SEAQ International. Fortsatt er muligheten til å få gjort store handler uten for stor prispåvirkning av markedet, et viktig fortrinn i London.

Det finnes også flere utenlandske selskaper med notering i Norge. Siden man med nasjonalitet i denne sammenheng mener den stat der selskapet er registrert, omfatter dette også selskaper der virksomheten har sitt utspring i – eller tilknytning til – Norge, eventuelt også med norsk ledelse og hovedaksjonærer. Dette gjelder særlig skipsfartsselskaper. Det er imidlertid også utenlandske shippingselskaper som ikke har særlig tilknytning til Norge som er notert på Oslo Børs. Som eneste børs med egen shippingliste, og med et stort og aktivt miljø av investorer og meglere med kunnskaper om bransjen, har Oslo Børs på dette området kunnet konkurrere også med store internasjonale børser.

Skandinavia har tradisjonelt bestått av adskilte markeder som hver i stor grad er betjent av de respektive lands børser. I europeisk og internasjonal

34. Se Oslo Børs: Børsperspektiver nr. 2/92

sammenheng konkurrerer imidlertid disse markedene i noen grad om de samme investorene.

Stockholms Fondbörs er den største børsen i Norden. Børsen er privatisert, fra 1998 eiet av OM Gruppen AB og er drevet etter alminnelige forretningsmessige mål for virksomhet og resultat. Aksjenoteringen er den langt største og viktigste del av virksomheten. I obligasjonsmarkedet har børsen en mindre andel av handelen, som for øvrig foregår i det uregulerte markedet og over obligasjonsbørsen, Penningmarknaden, PMI AB. Det vises til nærmere beskrivelse av børsens organisering i *"Sverige"* i kapittel 13.2. Stockholmbørsen har pr november 1998 notert ca 270 selskaper hvorav ca 10 er utenlandske. Markedsverdien av noterte selskaper sammenlignet med andre børser er omtalt i *"Omsetning av norske egenkapitalinstrumenter i utlandet"* i kapittel 6.2.4. Stockholmbørsen driver aktiv markedsføring overfor utenlandske verdipapirforetak med mål å øke antallet utenlandske fjernmedlemmer. Den har et egenutviklet elektronisk handelssystem med handelsterminaler som kan utplasseres også på utenlandske børsmedlemmers hjemmekontorer. Som et ledd i informasjonsvirksomheten er all børsinformasjon tilgjengelig på engelsk og svensk. I november 1998 hadde fondbørsen 18 utenlandske fjernmedlemmer av tilsammen ca 50 børsmedlemmer.

Københavns Fondsbørs, som ble privatisert i 1996, noterer aksjer, obligasjoner og derivater. I 1997 overtok børsen også clearingsentralen, FUTOP, som heleiet datterselskap, se nærmere beskrivelse av organiseringen i *"Danmark"* i kapittel 13.3. I november 1998 var ca 250 aksjeselskaper notert på børsen, i tillegg til et stort antall lån. Markedsverdien av noterte selskaper sammenlignet med andre børser er omtalt i *"Omsetning av norske egenkapitalinstrumenter i utlandet"* i kapittel 6.2.4.

Stockholms Fondbörs og Københavns Fondsbørs inngikk i januar 1998 en avtale om et langsiktig samarbeide med formål å skape et felles nordisk verdipapirmarked under navnet *Nordic Exchanges (NOREX).* Målet er å integrere markedene. Avtalen skal ifølge partene, sees på bakgrunn av øket konkurranse, og hvor nordiske børser sammen kan oppnå en størrelse som kan tiltrekke internasjonale investorer, – meglerforetak og -utstedere. I tillegg legges det vekt på at det kan foretas en viss samordning av virksomhet som kan gi besparelser. Helsingfors Fondbørs og Oslo Børs har ikke besluttet å delta i samarbeidet.

Samarbeidet bygger på at børsene skal bestå som selvstendige børser med sentrale funksjoner som opptak av verdipapirer, medlemskap og tilsyn av sine respektive markeder, men at regelverkene skal harmoniseres over tid. Aksjehandelen skal skje i Stockholmbørsens egenutviklede handelssystem, og Københavnbørsen skal betale en andel av utviklings- og driftskostnadene ved dette. For deltagelse i markedene kreves medlemskap ved begge børser. Det skal i tillegg etableres et selskap som skal drive markedsføring av børsenes tjenester og på sikt ta over felles funksjoner. Kursnoteringer i samme handelssystem ventes iverksatt fra 1999.

Derivatbørsen *OM Stockholm AB* er en viktig aktør i det skandinaviske markedet. Børsen, som er del av *OM Gruppen AB* driver derivatbørs og clearing av svenske derivater der underliggende er notert på Stockholms Fondbörs. OM Gruppen driver også en engelsk derivatbørs, OMLX, The London Securities and Derivates Exchange. OM Gruppen kjøpte høsten 1998 samtlige aksjer i obligasjonsbørsen, PMI AB. OM Gruppen AB ble gjennom en sammenslåing i 1998 også eier av samtlige aksjer i Stockholms Fondsbörs AB. OM Stockholm og Stockholms Fondbörs drives i forretningsenheten *Stockholm*

Exchanges, som på sikt er tiltenkt utviklet til en felles markedsplass. I prospektet[35] for sammenslåing av de to børsene hvor bakgrunnen og motivene for transaksjonen omtales, legges det vekt på den økede internasjonalisering og raske teknologiske utvikling som fører til at børser og clearingselskaper blir mer konkurranseutsatte. Blant annet heter det:

> «Det største hotet mot både OM og Stockholms Fondbörs är at aktie- och derivathandlen i de större nordiska bolagen koncentreras till andra börser exempelvis Frankfurt, London og New York. Om detta skulle ske, samtidigt som den nordiske börsstrukturen är fragmenterad, finns risk at Stockholms Fondbörs, OM och därigjennom Stockholm som finanscentrum får mindre viktiga roller i Europa. Dette skulle också kunna få negativa konsekvenser för svenska företags kapitalförsörjning.»

Om strategien bak etableringen av Stockholm Exchanges heter det i prospektet:

> «Bildandet av denna affärsenhet skapar en bas för fortsatt tillväxt med Stockholm som nav i en nordeuropeisk börsstruktur som kan skapa løsningar för marknadens olika behov oavsett nationsgränser. Integrationen av avista- och derviatmarknaden kommer att stimulera produktutvecklingen. Nya produkter och tjänester kommer att introduceras. Verksamhetens geografiska fokus kommer att vidgas.»

Gjennom samarbeidet *Linked Exchanges and Clearing (LEC)* noteres Oslo Børs' derivater i OMs handelssystem i en felles elektronisk ordrebok med OM Stockholm og OMLX. Medlemmer av de tre børsene kan alle delta i handelen av både svenske derivater som noteres av OM og norske derivater notert på Oslo Børs. Det vises til nærmere beskrivelse av LEC-samarbeidet i *"LEC Samarbeidet"* i kapittel 8.11. Før inngåelse av avtalen som ledet til fellesnotering fra 1997, vurderte OM Stockholm å notere derivater av aksjer som var notert på Oslo Børs, og tilknytte norske verdipapirforetak gjennom fjernmedlemskap.

Helsingforsbørsen som ble omdannet til aksjeselskap i 1995 driver etter fusjonen med den finske derivatbørsen, SOM AB, i 1997, derivatbørs og clearing, i tillegg til aksje- og obligasjonsnotering. Børsen inngikk høsten 1998 en samarbeidsavtale med derivatbørsen Eurex (se nedenfor) og Deutsche Börse. Etter avtalen vil de viktigste av Helsingforsbørsens derivatprodukter fra oktober 1999 noteres i Eurex' handelssystem sammen med Eurex' egne produkter, og kan således handles direkte av samtlige Eurex medlemmer. Medlemmene av Helsingforsbørsen vil samtidig bli fullverdige medlemmer av Eurex. For de øvrige av Helsingforsbørsens produkter er det inngått intensjonsavtale om forhandling av en lignende avtale med Deutsche Börse. Det er også inngått en avtale mellom Deutsche Börse Clearing og den finske oppgjørssentralen som muliggjør grenseoverskridende oppgjør av verdipapirhandler i forbindelse med avtalen mellom børsene.

Også ellers i Europa er det en tendens i retning av øket samarbeid mellom børser, og mellom børser og tilstøtende virksomhet som clearing og oppgjør. Mange av samarbeidsprosjektene må ses i lys av den økende europeiske økonomiske integrasjon, og overgangen til euro som felleseuropeisk valuta.

35. Prospekt avseende samgående mellan OM Gruppen och Stockholms Fondbörs datert 19. desember 1997

Handelen over landegrensene i Europa vil da bli enklere og transaksjonskostnadene redusert. Samtidig vil en felles valuta sannsynligvis føre til en sterkere integrasjon av næringslivet generelt. Det vises til *"ØMU/EURO"* i kapittel 12.3.

I *Tyskland* er det etablert et samarbeid mellom flere regionale børser. Deutsche Börse er operatør av den største børsen, Frankfurtbørsen og derivatbørsen Deutsche Terminbörse. Selskapet eier også eierregisteringssentralen Deutsche Kassenverein og handelssystemet som anvendes ved Frankfurtbørsen og syv andre tyske børser.

Londonbørsen og Frankfurtbørsen inngikk sommeren 1998 en avtale med målsetning å danne en felles markedsplass for aksjer. Første skritt er å søke å konsolidere handelen i tyske aksjer til Frankfurt og engelske til London blant annet gjennom etablering av felles medlemskap for medlemmer av begge børsene. I midten av 1999 skal handelsregelverket være harmonisert. Etter planen vil meglere kunne handle på én terminal selv om handelen skal gå gjennom to forskjellige handelssystemer. Børsene har også åpnet for at andre europeiske børser kan delta i samarbeidet.

I *Nederland* har Amsterdambørsen og derivatbørsen fusjonert og eies nå av holdingselskapet Amsterdam Exchanges. I *Frankrike* eies derivatbørsen og futuresmarkedet av Parisbørsen, SBF-Paris Bourse.

Deutsche Börse (Deutche Terminbörse) og Swiss Exchange, som også består av derivatbørsen SOFFEX (Swiss Futures and Options Exchange) har med virkning fra 1998 etablert et felles derivatmarked kalt *Eurex* gjennom et felles børsforetak og en felles elektronisk handelsplattform for handel og clearing. Også den integrerte franske børsen har i 1998 inngått en samarbeidsavtale med Eurex som innebærer utvikling og markedsføring av felles produkter, kryssmedlemskap og med målsetning å etablere en felles desentralisert handelsplattform for børsenes derivatmarkeder innen år 2002. Eurex har eller vil også etablere såkalte «remote access points» for deltagelse i handelen på Eurex blant annet i London, Singapore, Paris og Frankfurt. Som nevnt vil Eurex etter avtale med Helsingforsbørsen omfatte både finske medlemmer og produkter.

Børsene i Paris, Brüssel, Frankfurt og Amsterdam har avtalt å slå sammen sine markeder for små og mellomstore bedrifter i et samarbeid, kalt *EURO.NM,* med mulighet for ytterligere utvidelser til andre markeder. Foreløpig består samarbeidet blant annet av et felles elektronisk nettverk med kursinformasjon og en felles aksjeindeks, samt en harmonisering av vilkår for notering. Samarbeidet innebærer at medlemmer av de samarbeidene børser kan delta i handelen også på de andre markedene. Planen er å etablere elektronisk forbindelse for fullstendig integrering av handelen, først mellom Paris og Brüssel som begge bygger på det samme handelssystem, og senere også til Amsterdam og Frankfurt.

Også fra nyetablerte regulerte markeder kan det ventes øket konkurranse. Ett nytt marked er *EASDAQ* (European Association of Securities Dealers Automated Quotation) som ble etablert i 1996 som et felleseuropeisk marked for å gi små og mellomstore bedrifter med høyt vekstpotensial, bedre og enklere tilgang på kapital (se også i *"Belgia"* i kapittel 13.8). Easdaq ble etablert av verdipapirforetak, investeringsbanker og investorer fra hele EU-området og USA etter modell av Nasdaq (National Association of Securities Dealers Automated Quotation) i USA. Easdaq er organisert som aksjeselskap registrert i Belgia med hovedkontor i Brüssel, og med tillatelse fra belgiske myndigheter til å drive regulert marked, som i henhold til investeringstjenestedirektivet åpner for deltagere i hele EØS-området. Markedet er åpent for

meglerforetak og selskaper fra alle land, men ikke for direkte deltagelse av investorer som sådan. Handelen er desentralisert, elektronisk og skjermbasert og prisdreven. Hvert noterte selskap skal ha minst to market-makere. Når en handel er bekreftet, vil den automatisk gå til oppgjør gjennom en direkte forbindelse til et sveitsisk basert oppgjørssystem, Intersettle. Easdaqs regelverk vedtas av selskapets styre, men skal godkjennes av det belgiske finansdepartementet. Regelverket er langt på vei en syntese mellom investeringstjenestedirektivets regler og reglene for Nasdaq, samtidig som det er hentet inspirasjon og enkeltregler fra andre land og børser. At reglene ligger tett opp til Nasdaqs regler fører til at de tilfredsstiller de viktigste av amerikanske SEC-standarder (Securities and Exchange Commission), som forenkler en senere notering på Nasdaq. Dette forenkler også dobbelnotering av foretak som allerede er notert på amerikanske børser. Pr november 1998 var det 38 noterte selskaper hvorav de fleste var innenfor data/teknologisektorene. Ingen norske selskaper var notert. Tre danske, men ingen norske verdipapirforetak var medlemmer.

En annen nyetablert markedsplass er britiske *Tradepoint,* som er et elektronisk handelssystem med konsesjon som børs (UK recognised investment exchange) fra britiske tilsynsmyndigheter. Handelen er skjermbasert og elektronisk, og ordredrevet. Institusjonelle investorer kan i tillegg til meglere delta direkte og anonymt i handelen. Formålet med systemet er å tilby en ordreslutning med lave kostnader til institusjonelle investorer. Tradepoints mål er å få en markedsandel som tilsvarer 2 prosent av Londonbørsen. Tradepoint noterer i dag bare britiske finansielle instrumenter.

14.4 Uregulerte markeder

14.4.1 Innledning

Med uregulerte markeder menes her (elektroniske) systemer som organiserer handel med verdipapirer, men som ikke faller inn under lovregulerte definisjoner av regulerte markeder. I Norge avgjøres dette gjennom definisjonen av børs i børsloven og regulert marked i verdipapirhandelloven § 1-3. Avgrensningen kan være ulik i de enkelte land, men innenfor EØS-området skal den enkelte stat i henhold til investeringstjenestedirektivet utarbeide en liste over regulerte markeder som tilfredsstiller direktivets definisjon, jf *"Regulert marked"* i kapittel 12.2.2.2.1. At et marked ikke anses som regulert marked innebærer derfor i utgangspunktet at det ikke er underlagt plikt til å håndheve innrapportering og offentliggjøring av handler eller kurser som gir god informasjon for markedsaktørene (gjennomsiktighet), vilkår for opptak av verdipapirer, informasjonsplikt for utstedere m m.

Det man i første rekke tenker på med begrepet uregulerte markeder, er systemer som kobler sammen (slutter eller «matcher») kjøpere og selgere utenfor det regulerte markedets offisielle handelssystem. Slike systemer kan variere i omfang; fra meglerinterne systemer for slutning av egne kundeordre, til selvstendige handelssystemer med eksterne deltagere, såkalte Proprietary Trading Systems (PTS). Uregulerte markeder varierer også med hensyn til hva slags markedsfunksjoner som tilbys. Ytterpunktene er informasjonsdistributører som kun besørger spredning av kursinformasjon til deltagerne, mens et PTS i prinsippet vil kunne utføre hele ordrebehandlingsprosessen, fra ordremottakelse til clearing og oppgjør. PTS'ene har således toveis kommunikasjon mellom deltagerne.

Det kan ikke alltid settes skarpe skillelinjer mellom regulerte markeder og uregulerte. For eksempel kan regulerte markeder også operere markedsplasser der verdipapirer handles, men ikke opptas til offisiell notering[36]. Skillelinjene mellom de ulike uregulerte markedene som nevnes i *"Elektroniske markeder og handelsstøttesystemer (Proprietary Trading Systems)"* i avsnittene 14.4.2 til 14.4.4 er heller ikke faste. For eksempel vil PTSer ha konsesjon som verdipapirforetak blant annet for å kunne formidle kundeordre m v. Videre er det en glidende overgang mellom regulerte og uregulerte markeder, avhengig av virksomhetens karakter og hva slags konsesjon det opereres under.

14.4.2 Elektroniske markeder og handelsstøttesystemer (Proprietary Trading Systems)

Et PTS (Proprietory Trading System) kan defineres som et privat operert elektronisk handelsstøttesystem som utfører den tradisjonelle markedsplassfunksjonen til en børs ved å tilby et marked eller et system for handel i verdipapirer. I denne sammenheng er et marked karakterisert ved prosedyrer som sentraliserer og «matcher» kjøps- og salgsordre og forsyner aktører med kjøper- og selgerkurser.

Fremveksten av PTSer må ses på bakgrunn av at ny teknologi har redusert kostnadene ved etablering av nye handelssystemer og gjort det mulig å konstruere nye typer handelssystemer. Dessuten er PTSer blitt etablert for å tilfredsstille behovene til institusjonelle investorer som blant annet ønsker anonymitet ved store handler og som er sensitive til transaksjonskostnader.

Et PTS skiller seg fra de tradisjonelle børsene på en rekke områder. Det har ingen formell eller offentlig reguleringsmyndighet delegert til seg. Dette betyr at deltakernes handelsadferd ikke kan reguleres og kontrolleres på samme måte som i et offentlig regulert børsmarked, men reguleres i avtaler med dem som deltar i markedet. Videre er det normalt ikke noen generell plikt for deltagerne til å rapportere inngåtte handler, men ofte vil det rapporteres handler implisitt gjennom slutning av handler i systemet (og med innsyn kun for deltagerne). Tilgangen til systemet er begrenset til de aktørene som får tillatelse fra systemets eier. På grunn av oppgjørsrisikoen er tilgang normalt begrenset til store og kredittverdige deltakere. Endelig er PTSer generelt ikke regulert av offentlige tilsynsmyndigheter som sådan, utover eventuelle generelle krav som måtte følge av at systemet har konsesjon som verdipapirforetak eller lignende. I USA har SEC (the Securities and Exchange Commission) uttalt at økt kontroll fra regulerende myndighet kan bli nødvendig ettersom handelsvolumet over PTSer øker. PTSer sto i 1997 for ca 8 prosent av den totale annenhåndsomsetningen av aksjer i USA.

PTSer (Proprietory Trading Systems) er utviklet for å kunne operere som private forretningsmessige handelssystemer. Disse systemene legger ofte begrensninger på hvilke aktører som får tilgang til markedet og markedsinformasjonen, og de er vanligvis ikke pålagt de samme forpliktelser som andre regulerte og selvregulerte markeder og deres medlemmer. PTSenes fremvekst er hovedsakelig et resultat av teknologiske fremskritt og mulighetene

36. Handel uten opptak til offisiell notering innebærer typisk lempeligere vilkår og saksbehandling samt mindre kontroll av utsteder. Som eksempler vises til den svenske lag om börs- och clearing *"Kapitalmarkedet i Norge"* i kap. 6, og den danske lov om værdipapirhandel m v § 21 stk. 2 og *"Andre institusjoner i markedet for verdipapirer og varederivater i Norge"* i kapittel 11.

teknologien nå gir til å kunne tilpasse systemer i henhold til store institusjonelle investorers spesielle preferanser vedrørende:

- automatisert slutning av investorers ordre på gitte tidspunkter i løpet av dagen (call auksjoner/markeder)
- automatisert og anonym slutning av ordre med begrenset gjennomsiktighet
- automatisert slutning av ordre til forhåndsbestemte priser
- automatisert slutning av ordre i børsens lukningstid til priser avledet fra børsens prisfastsettelse

PTSer kan tilby automatisert ordrebehandling, overføring av ordre til børs eller annet sentralisert marked, og de kan automatisere ordreutførelse.

PTSer har til nå vært en delvis suksess i USA, fordi de har kunnet tilby systemer med et antall av spesialiserte tjenester og egenskaper. Disse inkluderer fleksibilitet (kan skreddersy tjenester), likviditet (for store ordre), anonymitet og lavere transaksjonskostnader. Utenfor USA og til en viss grad Storbritannia, har PTSer til nå vært lite utbredt.

Et eksempel på et PTS i Europa er det Reuters-eide *Instinet*, som er etablert i USA, Frankfürt, London, Paris og Zürich. Instinet driver både elektronisk overføring av ordre til en rekke markedsplasser der de som børsmedlem eller gjennom tilknyttede børsmedlemmer har tilgang, og slutning av ordre via et kontinuerlig ordresystem og et såkalt «crossing» nettverk[37] . Tjenesten er en brokerfunksjon, d v s som mellommann mellom meglere og tilknyttede abonnenter. Markedspris kan fastsettes direkte gjennom anonyme forhandlinger mellom kjøper og selger, gjennom såkalte «hit and take» ordre, d v s ordre som direkte kjøper på den aktuelle selgerkursen eller selger på kjøperkursen, eller prisen fastsettes ved kryssing av kjøps- og salgsordre i den kontinuerlige ordreboken. Instinet er foreløpig et av de få private handelssystemene som opererer med aksjer fra en rekke forskjellige land.

Andre eksempler fra USA er Investment Technology Group's POSIT og Arizona Stock Exchange. Begge disse systemene er såkalte elektroniske call markeder d v s markeder der prisen fastsettes på ett eller flere tidspunkter gjennom en auksjonsprosedyre. POSIT er også et «crossing» nettverk, men der Instinet har en daglig kryssing som benytter dagens siste pris fra det kontinuerlige systemet, har POSIT flere daglige kryssinger ved hjelp av eksterne priser. Også New York Stock Exchange (NYSE) opererer to «crossing» nettverk etter ordinær åpningstid. Arizona Stock Exchange, som i motsetning til hva navnet tyder på ikke har konsesjon som børs, opererer en auksjon daglig, som er organisert som en åpen elektronisk auksjon.

For store institusjonelle investorer er auksjonsmarkeder («call markets») spesielt attraktive fordi disse kan konsentrere likviditeten, redusere priseffekter, gi økt anonymitet og redusere transaksjonskostnader. Prisen for å delta i slik handel er å gi avkall på muligheten til å selge eller kjøpe straks. Undersøkelser tyder imidlertid på at institusjonelle investorer ofte er villige til å gi avkall på straks-muligheten, dersom kostnadene ved utførelse av en ordre kan reduseres i en slik auksjon[38] .

37. «Crossing networks» er en type auksjon (kursfastsettelse ved hjelp av auksjoner på visse tidspunkter) som samler ordre i løpet av en viss tidsperiode før prisfastsettelsen, men som ikke fastsetter prisen selvstendig gjennom egen auksjon. I stedet benyttes en pris fastsatt et annet sted, typisk hovedmarkedet eller børsmarkedet

14.4.3 Verdipapirforetaks internhandel

Internhandel oppstår når børsmedlemmer kobler kundeordre mot andre kunders ordre eller mot egen beholdning innenfor eget foretak, uten at ordren må ha vært registrert i børsens handelssystem. For noterte instrumenter betyr dette i Norge at markedet først får kjennskap til transaksjonen etter at den er rapportert inn til børsen som en gjennomført handel. Verdipapirforetakenes mulighet til å foreta internhandler kan innebære en interessekonflikt mellom foretaket og kunden fordi verdipapirforetaket har plikt til å skaffe sine kunder en best mulig pris samtidig som det ved internhandler oppnås kurtasje fra både kjøper og selger. For handler hvor verdipapirforetaket er part i avtalen, vil foretaket også kunne oppnå kursgevinst. For investorene kan internhandel åpne for større grad av anonymitet, som kan gjøre at store poster kan handles uten for stor priseffekt på markedet. Innleggelse og offentliggjøring av store ordre vil normalt lede til dårligere pris for kunden. Videre har internhandel lagt grunnlaget for rask og billig omsetning av småposter for mindre investorer, typisk via de store bankene.

En betydelig del av børsnoterte aksjer omsettes som internhandler både i Norge og utlandet. På grunn av at teknologien muliggjør stadig mer sofistikerte interne slutningssystemer, kan internhandelen komme til å øke. PTSers muligheter til å automatisere prosessen i forbindelse med slutning av store ordre vil ha en lignende effekt på denne handelen. Virksomheten til Instinet som er omtalt ovenfor i *"Elektroniske markeder og handelsstøttesystemer (Proprietary Trading Systems)"* i kapittel 14.4.2 er et eksempel på dette.

14.4.4 Informasjonsdistributører

En del informasjonsdistributører formidler kursinformasjon og nyheter fra børser, enten i realtid eller med forsinkelse. Distribusjonen gjøres elektronisk gjennom egne systemer eller over internett. I tillegg har endel slike distributører elektroniske oppslagstavler i sitt system hvor meglere kan tilby kjøp eller salg av verdipapirer til angitte kurser («å stille kurser»). Interesserte investorer vil således kunne sammenholde børsinformasjonen med de kurser som stilles, og eventuelt kontakte megler direkte. Særlig innenfor obligasjonsmarkedet er dette utbredt. Eksempler på informasjonsdistributører er Reuters, Falcon, Bloomberg og Knight Ridder.

14.5 Oppsummering

Selv om de strukturelle endringene har pågått i nærmere 20 år, var det først på begynnelsen av 1990-tallet at konkurransen mellom markedsplassene ble reell. Kampen har som nevnt i *"Utviklingstrekk i norsk og internasjonal verdipapirhandel"* i kapittel 14.1og 14.2 først og fremst stått om hvilken børs de institusjonelle investorene skulle kanalisere midlene sine gjennom. De børsene som så langt er etablert ved siden av de eksisterende, har hittil snarere vært et supplement enn konkurrenter til de eksisterende børser.

En rekke forhold tyder på at de utviklingstrekk som er beskrevet ovenfor vil fortsette. De nærmeste årene forventes en øket økonomisk integrasjon

38. Se for eksempel Schwartz og Economides, «Equity Trading Practices and Market Structure: Assessing Asset Managers' Demand for Immediacy», Financial Markets, Institutions and Instruments, vol. 4 nr. 4, 1995

over landegrensene. Viktige faktorer som kan bidra til økt integrasjon er innføring av den Økonomiske og Monetær Union i Europa med en felleseuropeisk valuta, forsatt teknologisk utvikling i grenselandet mellom telekommunikasjon og informasjonsteknologi, samt ytterligere harmonisering av regelverk internasjonalt, herunder gjennom GATS 2. Videre er det naturlig å vente at det innen EU og EØS vil legges ytterligere til rette for samhandel, blant annet gjennom regulering av felleseuropeisk selskap som juridisk enhet, og harmonisering av skatter og avgifter.

Strukturforandringen i verdens finansmarkeder og den generelle internasjonaliseringen av næringslivet får blant annet den følge at børsenes fysiske beliggenhet får mindre betydning. Konkurransen må derfor i større grad forventes å dreie seg om hvilke produkter markedsplassen kan levere og til hvilken pris. Det vil trolig ikke lenger være en selvfølge at selskaper noteres først på den nasjonale børsen og deretter eventuelt sekundærnoteres ved andre børser. Denne utviklingen er kommet lenger i obligasjonsmarkedet enn i aksjemarkedet. Samtidig er det viktig å ikke undervurdere betydningen av det nasjonale som kultur og språk og hvordan dette vil bidra til å forme utviklingen.

For børsene vil øket økonomisk integrasjon over landegrensene kunne bidra til at trenden med sammenslutninger og samarbeid vil fortsette. Øket konkurranse der samlede transaksjonskostnader og tilpasning av produkter til investorenes behov er viktigste konkurransefaktorer, vil rette fokus mot blant annet børsenes kostnader. Også kostnadsorientering og tro på stordriftsfordeler kan føre til større enheter både gjennom egen vekst, sammenslutninger mellom børser, og mellom børser og leverandører av andre tjenester i verdipapirkjeden.

Kapittel 15

Hovedhensyn ved regulering av børsvirksomhet

15.1 Innledning

Som drøftet i *"Innledning og oversikt – behovet for et effektivt og velfungerende marked for verdipapirer i Norge"* i kapittel 4 har *utvalget* i samsvar med mandatet tatt utgangspunkt i at det er behov for en effektiv og velordnet markedsplass i Norge. *Utvalget* har vurdert de mer grunnleggende hensyn bak dette behovet: For det første legges det til grunn at det er behov for et verdipapirmarked som finansieringskilde for nasjonalt næringsliv, typisk for tilgang til risikokapital. For det annet er det av betydning at det må eksistere et tillitvekkende miljø for investeringer i verdipapirer, og som gir et ordnet tilbud for plassering av sparekapital. For det tredje har *utvalget* vist til behovet for vedlikehold og videreutvikling av nasjonal kompetanse for forvaltning av finansielle ressurser, samt til børsvirksomhet og drift av markedsplasser som verdiskapende virksomhet med positive ringvirkninger for tilknyttet infrastruktur og institusjoner i finansmarkedet.

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.

Disse hovedhensyn er dels overlappende og gjensidig avhengig av hverandre, og kan nås ved virkemidler som dels kan være innbyrdes motstridende. *Utvalget* har likevel funnet det hensiktsmessig å ta utgangspunkt i de nevnte hovedpunkter, som grunnlag for de mer overordnede vurderinger av regulering av børsvirksomhet.

15.2 Effektiv og funksjonell markedsplass

Et mål om at markedsplassen skal kunne fungere effektivt omfatter ulike forhold og forutsetninger.

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.

Effektivitet innebærer også at børsens administrative behandling av kunder må kunne være rasjonell. Søknadsprosessen for opptak til notering og børsmedlemskap må være rask og effektiv. Videre må vilkårene for opptak og medlemskap, samt opptreden på selve markedsplassen være objektive og konkrete. På denne måten sikres også forutberegnelighet for potensielle kunder. Effektivitet har også en side til tilgjengeligheten til markedet. Tekni-

ske systemer for handel og informasjon må være brukervennlige, og praktiske og tekniske hindre for deltakelse må begrenses. Også her er pris en faktor av betydning. Den økonomisk risikoen for aktørene ved å handle på markedsplassen må begrenses. Dette gjelder spesielt for oppgjørssiden av omsetningen. Dette er forhold som en børs ikke alene kan regulere. Norges Bank, kredittinstitusjonene, VPS og NOS vil også være sentrale aktører her, jf *"Nåværende verdipapirmarkedsstruktur i Norge"* i kapittel 7. Et poeng er imidlertid at organisering av, og rammeregulering for, markedsplassen ikke i unødig grad hindrer samarbeid og fellesløsninger som kan minske slike risiki.

Normene for atferden på markedsplassen må være klare, og kommuniseres effektivt, for å sikre forutberegnelighet. Dersom normene overtres, må børsen og tilsynsmyndighetene ha kapasitet til å avdekke forholdet og ilegge overtrederen eventuelle sanksjoner for overtredelsen.

15.3 Konkurransedyktighet og konkurranseorientering

15.3.1 Hva betyr det at virksomheten skal være konkurransedyktig?

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 fjernmedlemmer 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.

15.3.2 Generelle forhold som fremmer konkurransedyktighet

Konkurransedyktighet fremmes etter *utvalgets* oppfatning gjennom å gi generelt grunnlag for konkurranse. 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 *"Konkurranseforhold i Norge og internasjonalt"* 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 sammenheng være viktig at rammebetingelsene samtidig utformes med sikte på å sikre at de nasjonale aktører har mulighet til å være konkurransedyktige.

Konkurransedyktighet har i denne sammenheng to sider. Konkurransedyktighet nasjonalt og konkurransedyktighet i forhold til konkurrerende institusjoner internasjonalt. I lys av de internasjonale markedsplasser størrelse og ressurser, er det naturlig å stille spørsmålet om det er rom for mer enn en verdipapirbørs i Norge, hvis denne skal kunne være konkurransedyktig internasjonalt.

Dersom det etableres flere børser i Norge for samme verdipapir og produkter, vil konkurransen mellom disse kunne medføre fragmentering av handel (ordreflyt). Dersom flere børser noterer de samme instrumentene, kan det tenkes å medføre en uheldig fragmentering av de enkelte markedene. På den annen side vil mulighetene også for nasjonal konkurranse, for eksempel i de enkelte markeder, være en viktig forutsetning for, og spore til, effektivitet, utvikling og forbedring.

I både Sverige og Danmark er det forutsatt at det skal være konkurranse. I Danmark er det forutsatt at det i utgangspunktet skal være fri konkurranse, men det ble under lovgivningsprosessen uttalt at det ikke er plass til mer enn en børs dersom denne skal være konkurransedyktig utad, og for såvidt ble det uttrykt ønske om å verne om fondsbørsens nasjonalt. I Sverige har ikke effekten av liberaliseringen vært fragmentering av markedet. Det er etablert mindre markedsplasser på siden av hovedbørsen, som betjener nisjemarkeder.

Generelt må det antas at skjerpet konkurranse er til fordel for investorer, utstedere og verdipapirforetak, ved at det leder til effektivisering, innovasjon og utvikling og øket fokus på brukernes behov og ønsker.

Utvalget legger til grunn at det ikke bør være rettslig eller faktisk monopol på børsvirksomhet. Rammereguleringen må gi reelle muligheter for nye børser å etablere seg i det norske markedet. Etter *utvalgets* vurdering vil dette også bidra til at nasjonale børser skal kunne tilpasse seg konkurransen internasjonalt.

15.3.3 Forhold ved den enkelte børs som fremmer konkurransedyktighet

Ovenfor er børsenes behov for konkurranseorientering fremhevet. Når man skal vurdere børsenes rammebetingelser innenfor et konkurranseutsatt marked, er det som nevnt naturlig å ta utgangspunkt i hvilke behov kundene ønsker å dekke gjennom sitt engasjement med børsen. Disse behovene er

dels berørt ovenfor under *"Effektiv og funksjonell markedsplass"* i kapittel 15.2. De rammebetingelser børsen skal drive under, herunder organisasjonsform og finansieringsmuligheter, må være utformet med sikte på at børsen skal kunne møte disse behovene.

Sentralt for konkurransedyktigheten er naturlig nok å kunne tilby lave priser og de produkter som etterspørres. En forutsetning for dette er muligheter for og incentiver til effektiv og markedstilpasset drift. Motiverte og aktive eiere som løpende følger opp børsen og dens virksomhet vil kunne bidra til dette.

Markedsaktørenes grad av innflytelse på børsens drift kan være en konkurransefaktor. Det kan være innflytelse som eiere, i styrende organer eller ved regelverksutforming m v. I et marked med reell konkurranse ligger innflytelsen også i muligheten til å velge andre alternativer. Forutsetter man at alle markedsaktører har egeninteresse av innovasjon og rasjonell drift, vil deres innflytelse kunne virke som pådrivere for å utvikle en effektiv markedsplass. Markedsaktørenes innflytelse kan imidlertid også bidra til at markedsplassen ikke blir tilstrekkelig fremtidsrettet. Dette fordi enkelte grupper markedsaktører kan ha egeninteresse i å opprettholde en struktur de selv har fordeler av, på kort sikt.

Innflytelse fra markedsaktørene kan også virke lojalitetsskapende. Videre kan det bidra til økt effektivitet ved at drift og regelverk får god markedstilpasning. I et perfekt marked vil etterspørrerne gå til en annen tilbyder dersom de ikke er tilfreds med produktet. I en konkurransesammenheng er lojalitetsfremmende forhold derfor ikke ensidig positivt, i det lojale aktører ikke velger den mest effektive markedsplassen, men tar sidehensyn. Fra den enkelte markedsplass' side kan slike lojalitetsfremmende tiltak fremstå som positive, i hvert fall på kort sikt, men kan lede til svakere konkurranseorientering, innovasjonsevne og kundeorientering på lengre sikt.

Brukernes innflytelse i markedsplassens styrende organer bør derfor skje i et regime som ikke innebærer at dette fjerner incentiver for konkurranse. *Valg av organisasjonsform* vil ha betydning for hvordan disse mulige motstridende interesser kan forenes. Mulighetene for lønnsomhet, og inntjening som hel- eller delmål for virksomheten kan være et incitament i denne sammenheng. Det samme gjelder risikoen for konkurranse og tap av kunder og inntekter ved ineffektiv drift. Dersom børsen har eiere som «motvekt» til brukerne, vil det kunne bidra til å fremme konkurransedyktighet hos børsen. På denne måten vil brukerne kunne gå til konkurrerende markedsplasser dersom deres behov ikke ivaretas. På den annen side vil eierens mål om avkastning fungere som en motvekt til enkelte brukergruppers mulige overfokusering på særskilte ønsker og behov.

Utvalget ser det som en viktig målsetning å legge best mulig til rette for at markedsplassens organisasjon *fokuserer på børsens kjernefunksjon.* Børsenes hovedoppgave er å drive børsvirksomhet. Et viktig incentiv for konkurransedyktighet er muligheten for børser til å drive med lønnsomhet som hovedformål. Tradisjonelt har børsen i Norge med sin monopolsituasjon og lovregulerte oppgaver ikke hatt lønnsomhet som den sentrale målsetning. Børsen er blitt tillagt også mindre profitable virksomhetsområder. For eksempel vil den rene tilsynsvirksomheten kunne bryte med lønnsomhetsmodellene. Selv om deler av tilsynsvirksomheten kan rubriseres under ordinær kvalitetssikring og internkontroll, som et ledd i opprettholdelsen av virksomhetens tillit i markedet og kvaliteten på børsens produkter, har en del av børsens tilsyn og kontroll vært offentlig myndighetsutøvelse uten direkte tilknyt-

ning til børsens kjernefunksjoner. Eksempler på dette er prospektkontrollen av unoterte selskaper og håndhevelsen av tilbudspliktreglene.

Det nødvendige offentlige tilsyn med markedsaktørene – og selve markedsplassen – samt tilhørende myndighetsutøvelse, må i den utstrekning det fjernes fra børsen tillegges andre instanser, som Finansdepartementet, Kredittilsynet eller organer oppnevnt med dette formål for øyet.

For å motivere til konkurransedyktighet over tid mener *utvalget* at rammereguleringen må legge til rette for at nasjonale markedsplasser *kan tilpasse seg strukturendringer* i det internasjonale finansmarkedet. Børsene må ha mulighet til hurtig tilpasning til endringer i markeds- 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.

For å kunne drive virksomhet som markedsplass, er det behov for kapital, både for å gjennomføre løpende investeringer, blant annet i handelssystemer, men også for å opparbeide reserver for å kunne møte dårligere tider. Dagens børslov gir grunnlag for følgende *finansieringsmåter*:

- Avgifter (herunder ekstraordinære avgifter v/ behov for kapital)
- Inntekter fra tilstøtende kommersiell virksomhet, som salg av informasjon
- Lånefinansiering

Som et utgangspunkt bør det være opp til børsen selv hvordan nødvendig kapital skal innhentes. Dette er etter *utvalgets* syn et spørsmål om forsvarlig utøvelse av «corporate governance». Markedsplassens styre og ledelse er nærmest til å vurdere de aktuelle muligheter ut i fra virksomhetens behov og risikoforhold.

I det kapitalbehovet er reflektert av virksomhetstype og virksomhetsomfang, vil ulike markedsplasser ha ulike kapitalbehov i forhold til fordelingen mellom egen- og fremmedkapital. Finansmarkedene er i stadig utvikling og endring. Endringer i markedsforholdene kan medføre at markedsplassen raskt må kunne foreta investeringer for å tilpasse seg markedet. Dette kan medføre uventede kapitalbehov, som ikke er hensyntatt ved strategivalget for kapitaloppbygningen i foretaket. Videre vil endrede risikoforhold kunne medføre behov for eller krav om styrking av kapitalen. Slike kapitalbehov kan det være vanskelig å forutse. Det er derfor et behov for fleksibilitet med hensyn til finansieringskilder. Ved valg av finansieringskilder, må en således se hen til behovet for å bygge opp fonds dersom det ikke åpnes opp for å hente inn kapital når virksomheten fordrer dette. Reguleringen bør legge til rette for at markedsplassen skal ha den nødvendige fleksibilitet til å kunne finansiere både planlagte og uventede investeringer, slik at den kan møte fremtiden.

Ensidig finansiering via driftsinntekter og avgifter innebærer at det må bygges opp fonds som tar høyde for alle mulige fremtidige kapitalbehov, også de ekstraordinære investeringene. Slike investeringer kan være vanskelige å forutse. Dersom det ikke er dekning for et uventet kapitalbehov, må dette løses ved utskrivning av ekstraordinære avgifter, eller forhøyede avgifter over en viss tid. Dette forutsetter at aktører som betaler avgifter er villige til å skyte inn kapital ved høyere avgifter, og det kan være uheldig for en børs i et marked med reell konkurranse. Dersom aktørene ikke er villige til å skyte inn kapital, kan de velge å flytte virksomheten til en konkurrerende markedsplass. Dersom kapitalbehovet er stort vil det dessuten kunne være vanskelig å innhente hele investeringsbeløpet på kort tid. Man må da eventuelt utsette investeringen til den nødvendige kapital er bygget opp. Fleksibiliteten er her dårlig.

Dersom markedsplassen har adgang til å lånefinansiere investeringer, kan markedsplassen nedbetale lånet via avgifter. Lånefinansiering er en mulighet ved alle former for organisering. Lånefinansiering forutsetter imidlertid at virksomheten har en viss egenkapitalfinansiering, og det vil kunne være vanskelig å få lån dersom virksomheten går dårlig. Fri tilgang til lånefinansiering kan videre komme i konflikt med behovet for å ha en solid markedsplass, som tillitsskapende element for det nasjonale kapitalmarkedet. En høy grad av lånefinansiering medfører at markedsplassen eksponeres for finansiell risiko gjennom svingninger i kapitalmarkedet. Dersom denne eksponeringen er for stor og rentemarkedet gjør store utslag i feil retning, kan en for høy grad av lånefinansiering i verste fall ende i konkurs. Finansiering ved fremmedkapital må således sees i sammenheng med kapitalstrukturen som helhet. Lånefinansiering som hovedkilde til finansiering er lite betryggende. Lånefinansiering har alene heller ikke den nødvendige fleksibilitet i vanskelige tider.

Dersom eierfinansiering skal være en effektiv kapitalkilde, må rammebetingelsene legge til rette for at markedsplassene kan drives med overskuddsmaksimering som et vesentlig formål for virksomheten. I tider hvor markedsplassen må tilpasse seg endringer i markedene ved å foreta investeringer, vil det være en fordel at markedsplassen har eiere som har motivasjon til å tilpasse seg markedet. Den viktigste motivasjonen for eiere vil være at det er sannsynlig at innskutt kapital over tid genererer avkastning, og at eieren har innflytelse over driften av foretaket.

Utvalget legger til grunn at rammebetingelsene for drift av markedsplasser bør åpne opp for at institusjonene kan finansiere seg gjennom den finansieringsform som til en hver tid er mest hensiktsmessig på lang og kort sikt. Det innebærer at markedsplassens investeringer og drift skal kunne finansiering gjennom eiere, låneopptak og driftsoverskudd/avgifter. Markedsplassen får dermed den nødvendige fleksibilitet til å tilpasse seg endringer i finansmarkedet. Markedsplassen har da de nødvendige forutsetninger for å kunne være konkurransedyktig med hensyn til å dekke sitt finansieringsbehov.

Samlet sett mener *utvalget* at den nasjonale markedsplassen i prinsippet må gis konkurransevilkår på linje med utenlandske konkurrenter. Rammereguleringen må sikre motiverende modeller som fremmer innovasjon, utvikling, tilpasningsevne og derved konkurransedyktighet.

15.4 Tillitskapende og velordnet

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 aktørene 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 funksjonerer 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 markedsverdien 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 markedsverdien på verdipapirene.

Gjennomsiktighetsprinsippet har to faser. Opplysninger om til hvilke priser det kan handles i markedet («før handel-informasjon») og opplysninger om pris og volum for handler som er foretatt («etter handel-informasjon»). For å gjennomføre denne gjennomsiktigheten, må den aktuelle informasjon være tilgjengelig i markedsplassens handelssystemer, og for offentligheten.

Ved at aktørene kan følge informasjon om ordre og gjennomførte transaksjoner fra utsiden, får aktørene et likere beslutningsgrunnlag, og kan følge opp sine egne transaksjoner ved å sjekke om transaksjonene er utført i samsvar med gjeldende markedsvilkår på det aktuelle tidspunkt. Gjennomsiktighet reduserer således faren for mistanker om forskjellsbehandling.

For å sikre tillit til børsen som handelsplass, mener *utvalget* at det bør stilles like krav til gjennomsiktighet for børser som opptar instrumenter til

notering og for andre regulerte markedsplasser som forestår handel av unoterte instrumenter. ISD artikkel 21 stiller like krav til gjennomsiktighet for disse to kategoriene markedsplasser som omfattes av direktivets definisjon av «regulert marked». Dette er nærmere behandlet i *"Krav til gjennomsiktighet i markedet"* i kapittel 12.2.2.3. De konkrete vurderingene av implementeringen av gjennomsiktighetsprisnippene er nærmere omtalt i *"Børsers virksomhet, oppgaver og myndighet"* i kapittel 20.

Generelt bør børsregelverket og minimumskravene ta sikte på en høy grad av gjennomsiktighet i markedet. *Utvalget* erkjenner imidlertid at det blant de ulike aktører i markedet er forskjellige syn og ønsker vedrørende behovet for og utformingen av slike regler. Blant annet kan vises til markedmakers og andre egenhandlende verdipapirforetaks behov for forsinket innrapportering av gjennomførte transaksjoner, for å unngå urimelig eksponering av egenposisjoner i markedet. Særlig er dette aktuelt i rente- og obligasjonsmarkedet. Etter ISD artikkel 21 kan slike forhold hensyntas i en viss utstrekning ved implementeringen av direktivets krav. Se nærmere i *"Krav til gjennomsiktighet i markedet"* i kapittel 12.2.2.3 og *"Regler om kursnotering"* i 20.4.3.

Ved ivaretakelsen av de ulike kundegruppers særinteresser kan det også oppstå andre interessekonflikter. Både utstederne, verdipapirforetakene og investorene er kunder (direkte eller indirekte) av børsen. Disse kundegruppene er forskjellige, og har ulike behov. Markedsplassen må således balansere ivaretakelse av kundenes interesser på tvers av kundenivåene (investorer/utstedere og små/store investorer). Dette forutsetter gjennomsiktighet og forutberegnelighet med hensyn til tilknytningsvilkår for den enkelte aktør på markedsplassen, slik at det ikke oppstår spekulasjoner om brudd på normer for nøytralitet, uavhengighet og integritet.

Behovet for tillit i forhold til brukerne, kan tilsi at brukerne bør involveres i beslutningsprosessen. Dette gjelder særlig i markeder der det er rettslig eller faktisk monopol for børsvirksomheten. Der misfornøyde brukere kan skifte over til en konkurrerende børs, vil ikke brukerrepresentasjon være like påkrevet. Brukerinnflytelse vil for øvrig ofte knytte seg til direkte brukere som utstedere og børsmedlemmer, og er ikke nødvendigvis grunnlag for tillit fra andre interessegrupper, som ikke er tilsvarende representert. Representasjonskrav kan ha noe for seg dersom alle interessegrupper er tilstrekkelig representert. Dette er grunnlaget for Børsrådets sammensetning i dag. Det kan imidlertid være vanskelig å finne representanter som er representative for de ulike bruker- eller interessegruppene. En bred representasjon kan på den annen side igjen medføre at beslutningsprosessene blir tunge, slik at tilpasninger til nye markedssituasjoner ikke blir tilstrekkelig effektive.

Brukerinteressene kan gå på tvers av bedriftsøkonomiske prinsipper. Dersom det etableres regler om brukerrepresentasjon kan det komme opp situasjoner med interessekonflikter innad i markedsplassens styrende organer. Dette kan hemme utviklingen av markedsplassen, i strid med de generelle samfunnsmessige hensyn.

Utvalget legger til grunn at valg av organisasjonsform for markedsplasser, vil ha betydning for hvorvidt det er behov for lovregulert brukerinnflytelse. I en organisasjon der det er eiere, vil eierne stille krav til avkastning. Brukerinteressene ivaretas ved at eierne må se hen til brukernes behov for å sikre børsens drift og avkastning. Ved organisering som aksjeselskap vil eierne gjennom generalforsamlingen ha innflytelse på markedsplassens styring. Avhengig av

eventuelle eierbegrensninger vil de som ønsker styring kunne gå inn som eiere.

For andre organiseringsformer kan det være formålstjenlig å videreføre dagens ordning med lovregulert brukerinnflytelse i børsens styrende organer. Stiftelser har ikke eiere som stiller krav til avkastning. I selveiende institusjoner kan det være et behov for at representantene for brukerne gis representasjonsrett for å forsvare og ivareta brukernes interesser. Det er brukerne som gjennom avgifter bidrar med kapital til virksomheten i en stiftelse når denne går dårlig. Disse har derfor en betydelig interesse i hvordan virksomheten utøves. Dersom markedsplassene organiseres som stiftelser bør derfor brukerne ha innflytelse i virksomhetens styrende organer. Dersom stiftelsesmodellen tilpasses slik at markedskreftene virker for markedsplassen, synes behovet for lovregulert brukerrepresentasjon imidlertid å være mindre.

Børsrådet er i dag det organ som fastsetter budsjett, regnskap og avgifter, samt oppnevner styre. Dette er myndighet som går utover det en ordinær bedriftsforsamling har etter aksjeloven, men det er tillagt mindre myndighet enn en generalforsamling. En for bred sammensetning kan medfører at dette organet i praksis mister sin operative funksjon. Dette kan medføre at organets oppgaver i praksis overføres til styret og administrasjonen på markedsplassen.

Spørsmålet om brukerinnflytelse må også sees i sammenheng med spørsmålet om markedsplassens finansieringsmuligheter. Dersom finansieringen av investeringer skal skje ved oppbygning av fond basert på innbetalte avgifter, bør brukerne ha innflytelse på forvaltningen av fondene. Dersom markedsplassens investeringer skal finansieres ved egenkapital fra eiere og/eller fremmedkapital er det mindre behov for brukerinnflytelse.

Utfra hensynet til konkurransedyktighet kan det argumenteres for at brukerinnflytelse i styrende organer kan medføre at representanter for brukerne prioriterer andre og egne kortsiktige interesser høyere enn markedsplassens langsiktige konkurransedyktighet.

Brukerinnflytelse kan sikres på andre måter enn ved lovbestemt representasjonsrett. Kredittilsynet ivaretar i dag til en viss grad også brukerinteresser knyttet til andre institusjoner under tilsyn, for eksempel i forholdet mellom forsikringsselskaper og deres kunder.

Oppfatninger om behovet for brukerinnflytelse vil i stor grad bero på troen på hvor godt markedskreftene virker. Dersom markedet fungerer vil markedsplassen måtte tilpasse seg brukernes/kundenes behov. Disse aktørene har som følge av sin kunderolle markedsmakt, ved at de kan gå til konkurrerende virksomhet dersom slike er etablert i det aktuell markedet. Spørsmålet er om disse gruppene skal ha innflytelse i organene for markedsplassen, og i tilfellet i hvilken grad. Dersom denne tilpasningen ikke skjer, vil markedsplassen miste kunder, og i verste fall ikke ha noe driftsgrunnlag.

For å sikre allmennhetens og aktørenes tillit til markedsplassen legger *utvalget* til grunn at et uavhengig organ bør føre tilsyn med verdipapirmarkedet og med at markedsplassene etterlever de krav som måtte gjelde for markedsplassens virksomhet. I dag er det Finansdepartementet som har det overordnede ansvar for verdipapirmarkedet og markedsplassene, mens Kredittilsynet har det utøvende ansvaret for at verdipapirhandellovens regler overholdes, og for tilsynet med kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper, verdipapirforetak, forvaltningsselskaper for verdipapirfond, VPS og NOS. *Utvalget* legger til grunn at det må være et adekvat tilsyn med markedsplassene, og viser til de nærmere drøftelser i *"Tilsyn med børser og autoriserte markedsplasser"* i kapittel 24 nedenfor.

15.5 Avveining av hovedhensyn

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.

15.6 Reguleringsteknisk tilnærming

I lys av de hovedhensyn som er drøftet ovenfor vil *utvalget* påpeke behovet for et fleksibelt reguleringsregime.

Det at finansmarkedet, som både børser og verdipapirforetak er sentrale aktører i, utvikler seg i stor fart, tilsier at *lov*reguleringen må ha generell form. En lovendringsprosess er tidkrevende og omstendelig, og bør reserveres for de overordnede og grunnleggende krav og hensyn.

Hensynet til forutberegneligheten i regelverket kunne isolert sett tilsi at loven regulerer virksomheten i detalj. Det er imidlertid *utvalgets* oppfatning at en generell rammelovgivning kan utformes med sikte på at også forutberegneligheten blir ivaretatt, blant annet ved bruk av forskriftsfastsatt regelverk. Forutberegnelighet er for øvrig vel så meget et spørsmål om klare, markedstilpassede og godt kommuniserte regler, som et vern mot endringer i disse ved behov.

Med hensyn til graden av selvregulering for markedsplassene vil valg av tilsynsstruktur være av stor betydning. Dersom markedsplassene er underlagt offentlig tilsyn, som har kompetanse til å gripe inn dersom noen av aktørene misbruker markedsmakt eller bryter de overordnede normer og hensyn i rammereguleringen, legger *utvalget* til grunn at deler av reguleringen kan fastsettes av aktørene selv. Det må også vurderes ordninger hvor offentlige myndigheter skal godkjenne eller kan gi pålegg om endringer i markedsplassenes eget regelverk og vilkår.

I vurderingen har *utvalget* lagt avgjørende vekt på behovet for å fremtidssikre regelverket, slik at reguleringen blir tilpasningsdyktig i forhold til fremtidige endringer i finansmarkedet. Fremtidssikring av regelverket

muliggjør hurtig markedstilpasning av (det mer detaljerte) regelverk ved endringer i markedsforhold, nye instrumenter, transaksjonsformer, teknologi m v. Dette tilsier rammeregulering fremfor detaljregulering. *Utvalget* har kommet til at børsloven bør gis en funksjon av rammeregulering, der de overordnede prinsipper lovfestes. De mer detaljerte reglene kan gis i forskrifter, samt i regler og retningslinjer fastsatt av markedsplassen og som privatrettslige avtalevilkår mellom aktørene i finansmarkedet, med eventuell godkjennelse/mulighet for å gripe inn fra myndighetenes side.

Kapittel 16

Reguleringsbehov og konsesjonsordninger

16.1 Etableringsadgang

Etter gjeldende lov er det fri adgang til å etablere børser i Norge innenfor de rammer børsloven fastsetter. For *utvalget* er fri etableringsadgang et grunnleggende virkemiddel for at det norske verdipapirmarkedet skal være sikret en eller flere effektive og konkurransedyktige børser. Dersom den etablerte børs ikke er tilstrekkelig effektiv, må det være mulig for norske eller utenlandske aktører å etablere alternativer – en mulighet som også kan gjøre den etablerte børs mer konkurranseorientert. *Utvalget* går derfor inn for at det ikke skal være noe rettslig monopol, men adgang til å etablere børs i Norge innenfor de rammer lovgivningen fastsetter.

For *utvalget* er det viktig at den frie etableringsadgangen også er reell. Lovgivningen må derfor ikke bidra til å skape et faktisk monopol gjennom for strenge etableringskrav. Dette er hensyn som blant annet må avveies mot hensynet til at norsk børs eller børser skal ha alminnelig tillit i markedet. Videre vil denne reelle etableringsadgangen avhenge av kravet til organisasjonsform for børsvirksomhet. Dagens børslov definerer børs som en selveiende institusjon, med bundne midler og uten eiere. *Utvalget* anser det lite trolig at konkurrerende børsvirksomhet i Norge vil bli etablert i medhold av gjeldende børslov. Det vises til avveininger knyttet til valg av organisasjonsform i *"Utvalgets vurderinger av alternative organisasjonsformer"* i kapittel 17.2.

Om det faktisk etableres børser som konkurrer med eller supplerer dagens børs, vil avgjøres av markedsaktørene selv. Det må uansett etableringer i Norge, legges til grunn at konkurransen fra utlandet og fra uregulerte markeder vil bidra til å differensiere tilbudet til norske investorer og utstedere. *Utvalget* antar at det neppe er markedsgrunnlag for mer enn én norsk verdipapirbørs av slik størrelse og med slikt produktspekter som dagens børs har. Det vises til at kursnoteringene kan bli mindre effektive dersom antall ordre og volum spres på flere markeder, hvis prisforskjellen mellom kjøps- og salgstilbud («spread») øker. For brukerne vil dette være tungtveiende grunner for at ordrene samles på ett marked. Dersom eksisterende børs ikke driver tilstrekkelig effektivt, vil det likevel være mulig å etablere konkurrerende tilbud. Med fri etableringsrett er det også mulig å etablere børser som utfyller gjeldende børs, for eksempel børser som tilbyr tjenester som fyller spesielle behov for visse typer utstedere eller investorer eller for enkelte typer instrumenter. For eksempel kan det tenkes etablert regionale børser for lokale verdipapirer, eller børser som kun noterer obligasjoner med store børsposter myntet på institusjonelle investorer.

16.2 Regulering av børsvirksomhet

16.2.1 Reguleringsbehov

Børsers virksomhet har stor betydning for verdipapirmarkedet for øvrig. At informasjon om kursnoteringene og om utstederne av verdipapirer gjøres tilgjengelig for investorene og deres mellommenn raskt og på en hensiktsmes-

sig måte, er en viktig forutsetning for at investeringer skjer til mest mulig markedsriktige kurser. Dette og andre regler om investorbeskyttelse, er forhold som bidrar til investorenes vilje til å investere i verdipapirer. Om disse forutsetninger ikke er til stede kan det medføre at markedets effektivitet reduseres, og at næringslivets dekning av sitt kapitalbehov fordyres. Markedsaktørene er derfor avhengig av at det eksisterer en regulering av denne virksomheten som gjør at de kan ha tillit til at børsvirksomheten foregår innen rammer som gjør det forsvarlig å foreta investeringer.

For markedet er det også viktig at en så sentral del av verdipapirmarkedets infrastruktur som børsen har et organisatorisk og økonomisk fundament som gir markedet rimelig tillit til at børsen vil bestå og kan tilpasse seg selv om de markedsmessige forutsetninger brått endres. Disse forhold tilsier at det fortsatt må være en viss offentlig regulering av børser. Dertil forutsetter flere EU-direktiver som Norge etter EØS-avtalen er forpliktet til å oppfylle, at det finnes regelverk vedrørende børsnotering og regulerte markeder. Særlig vises til investeringstjenestedirektivet (Rdir 93/22/EØF) og opptaksdirektivet (Rdir 79/279/EØF), se nærmere omtale i *"Internasjonale rammebetingelser for børsvirksomhet"* i kapittel 12.

Et spørsmål er om lovreguleringen skal rette seg mot det å drive en nærmere bestemt virksomhet, definert som børsvirksomhet, eller mot virksomhet som betegner seg som «børs», eller en kombinasjon av disse.

Etter gjeldende børslov § 1-2 kan ingen opprette børs uten tillatelse fra Kongen. Bare de institusjoner som er opprettet med hjemmel i børsloven kan benytte betegnelsen børs. Som nevnt i *"Børsens rammelovgivning og regulering"* i kapittel 8.1 var det inntil Finansdepartementets vurdering i mai 1998 noe usikkert om konsesjonskravet var knyttet til det å drive den virksomhet som er beskrevet i lovens definisjon av børs, jf § 1-1, eller om konsesjonskravet kun var knyttet til det å bruke betegnelsen børs. Finansdepartementet har i uttalelsen lagt til grunn at konsesjonskravet er knyttet til det å benytte betegnelsen børs i navn eller ved omtale av virksomheten.

Den *svenske* børs- og clearingloven har heller ikke etablert konsesjonsplikt for virksomhet som børs eller «regulert markedsplass». Det er frivillig om foretaket vil drive virksomhet med konsesjon som børs, regulert markedsplass eller verdipapirforetak. Det er imidlertid forutsatt i forarbeidene at all «verksamhet av börskaraktär» vil regnes som konsesjonspliktig virksomhet etter den svenske verdipapirhandelloven og således ikke kan drives uten slik konsesjon, jf Regeringens proposition (Prop) 1991/92:113 side 67, 68 og 70. Dersom en virksomhet ønsker å drive virksomhet under betegnelsen «børs» eller «autorisert markedsplass» må den imidlertid innhente særskilt konsesjon og oppfylle lovens krav for disse former. Bakgrunnen for dette er for det første at virksomhet av børskarakter som nevnt 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 børs 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 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.

Videre er det i den svenske verdipapirhandelloven en bestemmelse som hjemler adgang for Finansinspektionen til å pålegge et verdipapirforetak å stoppe handel på en markedsplass dersom det fremstår som åpenbart uheldig at foretaket driver virksomhet der, jf lag om värdepappersrörelse *"Kapitalmarkedet i Norge"* i kapittel 6 § 8.

Den *danske* verdipapirhandellov knytter imidlertid plikt til å søke konsesjon som børs til «regelmæssig drift af et marked hvor der optages værdipapirer til notering». Forarbeidene inneholder følgende begrunnelse for den valgte definisjon, jf Børsreform II Betænkning nr 1290 bind 2 side 51:

> «Børsbegrepet skal samtidig være så fleksibelt, at der bliver mulighed for, at fondsbørser kan drive virksomhed inden for nærmere avgrænsede segmenter af værdipapirmarkedet eller typer af værdipapirer. Det er fundet viktigt ud fra hensynet om at give fondsbørser den fornødne fleksibilitet til at kunne indrette sig i takt med udviklingen i handelsformerne for de enkelte finansielle produkter. Samtidig har Børsudvalget ved udformning af børsbegrebet søgt at dæmme op for, at navnlig handlen med standardiserede værdipapirer, såsom eksempelvis benchmarkobligationer, søger over mod andre markedspladser end fondsbørser.»

Om selve begrepet «opptak til notering» heter det (side 50-51):

> «Et andet kriterium er, at der optages værdipapirer til notering eller handles noterede værdipapirer. Dette kan ske på en udsteders begæring. Set i relation til Den europæiske Unions regulering af de finansielle markeder er det karakteristiske ved at få værdipapirer optaget til notering, at de danske regler herom skal opfylde de krav, som følger av betingelsesdirektivet (79/279/EØF), børsprospektdirektivet (80/390/EØF), halvårsrapportdirektivet (82/121EØF), og insiderdirektivet (89/592/EØF).»

Utvalget foreslår at det skal kreves offentlig tillatelse for å drive børs*virksomhet*, slik at konsesjonsordningen ikke bare skal være knyttet til bruk av betegnelsen «børs». 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 *"Grensedragning mellom tradisjonell børsvirksomhet, investeringstjenester og ikke konsesjonspliktig formidling av ordre m v"* i kapittel 16.3.3, tilsier børsvirksomhetens karakter at det bør være 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, inveseringstjenestevirksomhet m m. Det vises til nærmere drøftelse av konsesjonsområdet i *"Konsesjonsområde – børsvirksomhetens kjernefunksjoner"* i kapittel 16.2.2 og forslag om frivillig konsesjon for markedsplasser som ikke er børser i *"Nærmere om behov for en autorisert markedsplass"* i kapittel 16.4 og *"Konsesjonsområde for autoriserte markedsplasser"* i 16.5.

Utvalget har vurdert om det er mer hensiktsmessig med andre former for regulering enn offentlig tillatelse, for eksempel et system med meldeplikt som er innført i lov om erverv av næringsvirksomhet. *Utvalget* har funnet at offentlig tillatelse eller konsesjon henger best sammen med et system med

kontinuerlig institusjonstilsyn, og foreslår derfor en videreføring av denne ordningen.

16.2.2 Konsesjonsområde – børsvirksomhetens kjernefunksjoner

Med krav til konsesjon knyttet til virksomhetens art, er det viktig at det gis en praktisk håndterbar definisjon av børsvirksomhet. Det sentrale er at denne definisjonen omfatter tradisjonell børsvirksomhet hvor hensynet til markedets tillit og institusjonens viktighet i infrastrukturen tilsier en slik offentligrettslig regulering. På den annen side bør den 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.

Ved fastleggelse av en definisjon er det naturlig å ta utgangspunkt i at norske børser skal fylle de vilkår investeringstjenestedirektivet setter for at børsen skal være «regulert marked» med de rettigheter og forpliktelser dette innebærer, samt at reglene fyller de krav øvrige EU-direktiver knytter til offisiell børsnotering. Opptaksdirektivet (Rådsdirektiv 79/279/EØF) oppstiller betingelser for at verdipapirer kan opptas til «offisiell notering på en fondsbørs», jf artikkel 3, og andre direktiver har regler knyttet til det tilsvarende begrep. Direktivene har imidlertid ingen uttrykkelig definisjon av hva en fondsbørs er, men har minstekrav til «regulerte markeder» generelt.

Den gjeldende børslov § 1-1 definerer børsvirksomhet som «regelmessig og offentlig kursnotering i forbindelse med omsetning av finansielle instrumenter».

Følgende kumulative kjennetegn er forutsatt karakteristiske for den virksomhet som reguleres etter børsloven i dag (jf Innst O nr 90 (1987-88) side 13, se også *"Nåværende organisering av børsen og børsens relasjoner"* i kapittel 8 foran):

1. sammenfører kjøps- og salgstilbud i verdipapirer,
2. til offentlig kursnotering og handel,
3. overvåker handelssystemene som benyttes og
4. offentliggjør de fremkomne kurser og volum.

Investeringstjenestedirektivet (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»

Denne definisjonen er grunnlag for verdipapirhandelloven § 1-3, der det heter.

«Med regulert marked menes et marked som:
1. fungerer regelmessig,
2. 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,
3. reguleres av krav til rapportering og åpenhet.»

Begrepet «regulert marked» er også behandlet i *"Internasjonale rammebetingelser for børsvirksomhet"* i kapittel 12 ovenfor.

En definisjon av børsvirksomhet må som nevnt oppfylle de krav investeringstjenestedirektivet stiller, i tillegg til kravene i opptaksdirektivet. 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. Opptaksdirektivet vedlegg A og B fastsetter de nærmere krav til verdipapirene og utstederselskapet vedrørende markedsverdi, spredning, omsettelighet m v. Direktivets vedlegg C og D stiller krav til utsteders løpende opplysningsplikt, og halvårsrapportdirektivet stiller konkrete krav til periodiske regnskapsopplysninger. I opptaksdirektivet heter det:

«Medlemsstatene skal påse:
- at verdipapirer ikke blir opptatt til offisiell notering på en fondsbørs som er beliggende eller utøver virksomhet på deres territorium, med mindre de vilkår som er fastlagt ved dette direktiv er oppfylt, og
- at utstedere av verdipapirer som er opptatt til slik offisiell notering, enten opptaket finner sted før eller etter dagen for iverksettelsen av dette direktiv, er underlagt pliktene i dette direktiv.»

Videre stiller børsprospektdirektivet (80/390/EØF) krav om utarbeidelse av og innholdet i prospekt ved opptak til «offisiell notering» på en fondsbørs.

Opptak av verdipapirer til notering må også sies å være del av børsvirksomhetens kjernefunksjon, og skiller børsvirksomhet fra andre «markeder» hvor det ikke er nærmere fastlagte forpliktelser. Opptak til offisiell notering bør derfor være del av definisjonen av børsvirksomhet. I seg selv sier ikke en slik karakteristikk 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 *"Nærmere om børsers oppgaver"* i kapittel 20.4. For opptak av verdipapirer til offisiell notering fordres derfor at verdipapirene og utsteder oppfyller visse vilkår, samt utgir prospekt, og oppfyller løpende forpliktelser knyttet til slik notering. For eksempel forutsettes at et selskaps aksjer for å bli opptatt til notering har en viss minsteverdi, at de har en viss spredning blant personer som ikke har tilknytning til selskapet, og selskapet skal ha levert regnskaper de siste tre år før søknad om notering. Av løpende forpliktelser, må foretaket blant annet oppfylle nærmere bestemte krav til informasjon til markedet. For obligasjoner er det lignende krav. Opptaksdirektivet er mer utførlig behandlet i *"Opptaksdirektivet"* i kapittel 12.2.3 og halvårsdirektivet i *"Halvårsdirektivet"* i kapittel 12.2.4.

Med begrepet «opptak til offisiell notering» som den sentrale del av en definisjon av den virksomhet som er konsesjonpliktig, 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 at 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 utstedere, 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 markedsplass, jf *"Regulering av markedsplasser som ikke er børser"* i kapittel 16.3 og *"Nærmere om behov for en autorisert markedsplass"* i 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 fjernmedlemmer innenfor EØS, jf investeringstjenestedirektivet artikkel 15 nr 4. Endelig vises til at offisiell børsnotering er et kriterium for mange institusjonelle investorers plasseringsadgang. Finansdepartementet har presisert at konsesjonsområdet etter gjeldende lov ikke er noe konsesjonskrav knyttet til virksomhetens art, kun til bruk av betegnelsen børs. Tilsvarende gjelder uttrykkelig etter den svenske loven. Også i Danmark er dette i praksis langt på vei tilfellet, fordi definisjonen av børsvirksomhet er knyttet til opptak til notering, uten at det uttrykkelig er definert (jf ovenfor i *"Reguleringsbehov"* i kapittel 16.2.1).

Opptaksdirektivet regulerer i hovedsak ikke opptak til notering av andre finansielle instrumenter enn aksjer og obligasjoner, som derivater. Dette betyr at det ikke er særskilte vilkår for opptak av slike til «offisiell notering på fondsbørs» etter dette direktivet. De må således blant annet kunne opptas til notering på børsens eget initiativ. Etter investeringstjenestedirektivets krav til et «regulert marked» skal det imidlertid for slike instrumenter være bestemmelser gitt eller godkjent av myndighetene som fastlegger vilkår for opptak og omsetning på markedet. 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 til grunn at kursnoteringen fortsatt bør være del av definisjonen av børsvirksomhet. 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 markedsdeltagernes 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.

I investeringstjenestedirektivets definisjon av regulert marked ligger også et krav om at dette «fungerer regelmessig». En enkelt gangs auksjon eller helt sporadiske budrunder, vil derfor ikke omfattes. *Utvalget* viser forsåvidt til den foreslåtte definisjon med uttrykket «regelmessig og offentlig kursnotering».

For å være omfattet av 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 i tråd med 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 altså ha myndighetenes tilltatelse til å drive børs, og må følge de regler loven angir for børs, jf lovutkastet § 1-3 første ledd og § 2-1 første ledd.

Opptak til «offisiell notering» betyr som nevnt at offentlig og regelmessig kursnotering uten utstederforpliktelser eller vilkår for å bli notert, ikke vil omfattes. Det er ikke intensjonen at det å drive systemer som sammenfører tilbud og etterspørsel i kursnotering som offentliggjøres i seg selv skal være konsesjonspliktig etter børsloven. Informasjonsvirksomhet, slik blant annet nyhetsbyråer driver, omfattes således ikke av noen konsesjonsplikt, selv om de gjennom adgangen for interessenter (brukere) til innmeldelse av såvel kjøps- og salgstilbud har likhetstrekk med offentlig kursnotering. Kursnoteringen foregår imidlertid uten at det legges til rette for handel, noe som etter forarbeidene til børsloven var forutsatt som et kriterium for det som burde reguleres, jf Innst O nr 90 (1987-88) side 13, som også er sitert foran i *"Børsens rammelovgivning og regulering"* i kapittel 8.1. Om avgrensningen mot virksomhet som er konsesjonspliktig etter verdipapirhandelloven, vises til *"Grensedragning mellom tradisjonell børsvirksomhet, investeringstjenester og ikke konsesjonspliktig formidling av ordre m v"* i kapittel 16.3.3 nedenfor.

Den konsesjonsbelagte børsvirksomhet omfatter både i dag og etter *utvalgets* forslag bare «finansielle instrumenter» slik dette er definert i investeringstjenestedirektivet og implementert i verdipapirhandelloven § 1-2. *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 *"Særlig om varederivatmarkedet"* i 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 *"Børsvirksomhet og tilknyttet virksomhet"* i kapittel 20.2 – er om børser også kan drive annen virksomhet enn børsvirksomhet, f eks kraftbørs eller kraftderivatbørs.

At lovutkastets definisjon av børsvirksomhet omfatter «organisering eller drift» av marked er ikke til hinder for at deler av virksomheten rent faktisk kan utføres av andre enn børsen på børsens vegne. En forutsetning for dette er at det er børsen som har kontroll over og ansvaret for også denne del av børsvirksomheten. For eksempel må en børs kunne engasjere andre foretak til å utføre teknisk driftsstøtte til handelssystemet, eller utarbeide rapporter om aksjeselskaper som søker notering på børsen. Noe krav om at børsen eier de

handelssystem noteringene drives i, er det heller ikke så lenge den har avtaler som sikrer oppfyllelse av og kontroll med konsesjonsvilkårene.

Med tiden vil det kunne oppstå uklarheter knyttet til definisjon av hva som er børsvirksomhet, og derved hva som krever myndighetenes tillatelse. 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 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 konsesjonplikt for børsvirksomhet er til stede.

16.3 Regulering av markedsplasser som ikke er børser

16.3.1 Innledning

Med den definisjon av børsvirksomhet som er foreslått ovenfor, må det vurderes om en ny børslov også bør regulere markedsplasser som ikke er børs, og i tilfelle hvilke regler som skal gjelde for en slik markedsplass. Særlig er det spørsmål om organisering og drift av markeder som har sterke likhetstrekk til børser, men som ikke kan sies å oppta finansielle instrumenter til offisiell notering.

For å vurdere om det er behov for regulering av slike markedsplasser, må det klargjøres hva slags regelverk slik virksomhet er underlagt idag. Som redegjort for i *"Børsens rammelovgivning og regulering"* i kapittel 8.1 har Finansdepartementet lagt til grunn at gjeldende børslov bare oppstiller konsesjonskrav for virksomheter som benytter begrepet «børs» i sitt navn eller ved omtale av sin virksomhet. Det er således ikke konsesjonskrav etter børsloven for den tradisjonelle børs*virksomheten* som sådan. Krav om konsesjon som verdipapirforetak etter verdipapirhandelloven kan imidlertid inntre. Den som ønsker å tilby markedsplasstjenester kan således etter omstendighetene velge om virksomheten skal drives i medhold av konsesjon som børs eller som verdipapirforetak, eventuelt helt uten konsesjon dersom virksomheten heller ikke er konsesjonspliktig etter verdipapirhandelloven. I Danmark og Sverige ble det ved de respektive børsreformer innført en mellomkategori av regulerte markedsplasser, benevnt som autoriserte markedsplasser.

16.3.2 Danmark og Sverige

Den *danske* verdipapirhandelloven kapittel 11 regulerer autoriserte markedsplasser. I motsetning til dansk lovgivnings krav til konsesjon for å drive fondsbørsvirksomhet, er det ikke konsesjonskrav for drift av markedsplasser for unoterte instrumenter. Den danske verdipapirhandelloven åpner imidlertid opp for at markedsplasser for unoterte instrumenter kan søke tillatelse fra Finanstilsynet, for derved å underlegge seg regulering.

Forarbeidene begrunner denne mellomformen med at «Fordelen med en status som autoriseret markedsplads vil være mulighederne for et højt invest-

eringsbeskyttelsesniveau, omend anderledes udformet end på fondsbørsen», jf Betænkning nr 1290 Børsrefom II del 2 side168. For øvrig må det antas at dette instituttet er begrunnet i en intensjon om å fremtidssikre regelverket for markedsplasser, for å ta høyde for utviklingen i dette markedet.

I § 40 første ledd er virksomheten definert som: «regelmæssig omsætning af verdipapirer, som ikke er noterede på en fondsbørs (unoterede)». De unoterte instrumentene kan på utsteders anmodning opptas til handel på en autorisert markedsplass. Instrumentene må ha offentlig interesse, og kravene til prospekt for første offentlige tilbud av ikke-noterte verdipapirer må overholdes. Markedsplassen må formålsbestemme hvilke instrumenter den kan notere, jf § 40 tredje ledd. Loven stiller krav til handels- og informasjonssystemer på markedsplassen, jf § 41. Det stilles krav om redelighet og gjennomsiktighet for handelen. Markedsplassen pålegges tilsyn med aktørene. Markedsplassen skal fastsette regler for opptak, utsteders opplysningsplikt, medlemsvilkår og rapporteringsprosedyrer. Dersom et medlem bryter handelsreglene skal markedsplassen kunne oppheve medlemskapet, jf § 41. Videre kan markedsplassen opphøre med notering/handel av et instrument dersom dette ikke lenger er i investors, låntakers eller verdipapirmarkedets interesse. Tilsvarende kan en utsteder kreve opphør av handel på markedsplassen, med mindre markedsplassen finner at dette ikke er i investorenes, låntakernes eller verdipapirmarkedets interesse. Endelig må handelen opphøre hvis verdipapiret opptas til notering på en fondsbørs.

Danske autoriserte markedsplasser må være organisert som aksjeselskap, med en aksjekapital på minimum DKK 8 mill (*DKK* 40 mill for fondsbørser). Det er forutsatt i forarbeidene at andre enn verdipapirforetak kan være medlemmer på markedsplassen. Fondsbørser kan drive virksomhet som autorisert markedsplass i eget datterselskap. En autorisert markedsplass vil videre være omfattet av definisjonen av et «regulert marked» i ISD, med de konsekvenser det har, jf *"Nærmere om etableringsretten"* i kapittel 12.2.2.2.

I den *svenske* lov om børs- og clearingvirksomhet er det gitt egen regulering av autoriserte markedsplasser. Disse markedsplassene driver virksomhet «i syfte att åstadkomma regelbunden handel med finansiella instrument», jf *"Utvalgets oppdrag og arbeid"* i kapittel 1 § 1. Det er i motsetning til i Danmark ingen begrensninger til handel i kun ikke-børsnoterte verdipapirer. Det er gitt nærmere regler for denne typen virksomhet i lovens kapittel 7. Det er ikke krav til konsesjon for slik virksomheten. Foretak med konsesjon må drive virksomheten på en slik måte at allmennhetens tillit til verdipapirmarkedet opprettholdes, blant annet gjennom «fritt tiltrede», nøytralitet og god gjennomlysning, jf lovens kapittel 7 § 1. Reglene for børs gjelder så langt de passer, med unntak av reglene om sundhetskrav, styre og administrerende direktør, opptak til notering, kursnotering, utstederes informasjonsplikt og medlemmenes rapportering av utførte handler, jf lovens kapittel 7 § 2. Det synes å følge av lovens kapittel 7 § 2, jf *"Kapitalmarkedet i Norge"* i kapittel 6 § 1 at opptak til handel forutsetter søknad fra utsteder.

Loven pålegger markedsplassen å oppta nasjonale verdipapirforetak, EØS-verdipapirforetak og andre utenlandske foretak som er under tilsyn i hjemlandet og får drive investeringstjenester der, som medlemmer på objektive vilkår, jf *"Nåværende verdipapirmarkedsstruktur i Norge"* i kapittel 7 § 2a. Forutsetningen er uansett at vedkommende foretak oppfyller markedsplassens vilkår for medlemskap. Markedsplasser som noterer instrumenter som er opptatt på børs har meldeplikt til børsen om handler som er sluttet på eller meldes til markedsplassen, jf lovens kapittel 7 § 3. *"Nåværende verdipapir-*

markedsstruktur i Norge" i Kapittel 7 § 4 gir nærmere regler for kursnoteringen. Det påpekes at offentliggjøring av kurser og transaksjonsdata skal skje daglig. Finansinspektionen er gitt myndighet til å utferdige nærmere regler. Kravet til børs om «tillräckligt stort» aksjekapital, lovens kapittel 2 § 5, er ved *"Nåværende verdipapirmarkedsstruktur i Norge"* i kapittel 7 § 2 gitt tilsvarende anvendelse. Også i Sverige forutsettes en autorisert markedsplass å være et «regulert marked» i ISD's forstand.

Som nevnt i *"Sverige"* i kapittel 13.2 har to svenske markedsplasser høsten 1998 fått konsesjon som autorisert markedsplass. I Danmark er det ett foretak som har søkt slik tillatelse.

16.3.3 Grensedragning mellom tradisjonell børsvirksomhet, investeringstjenester og ikke konsesjonspliktig formidling av ordre m v

16.3.3.1 Handel over og utenfor børs

På børsen kan kjøpere og selgere sammenkobles for handel. Kjernevirksomheten for børser er opptak av finansielle instrumenter til offisiell notering og regelmessig og offentlig kursnotering. Investorer har en berettiget forventning til at kursene settes på bakgrunn av blant annet felles informasjonsgrunnlag for alle aktører. Handelen kjennetegnes blant annet ved høye krav til gjennomsiktighet ved offentliggjøring av før- og etterhandelsinformasjon. Handelen på børsen skjer gjennom børsmedlemmer, som i praksis er verdipapirforetak.

Det er ingen (direkte) krav om at børsnoterte finansielle instrumenter skal omsettes på børsen. For alle handler som kanaliseres gjennom verdipapirforetak, kan kjøper og selges kobles på verdipapirforetakets meglerbord, uten at tilbud og etterspørsel registreres på børsen. I praksis kan således verdipapirforetakene sees som en form for egne markedsplasser på siden av børsen. Det understrekes at de riktignok kan ha en viss plikt til å foreta visse handler over børs eller innenfor et kursintervall fastsatt på børsen, jf verdipapirhandelloven § 9-3 annet ledd og Oslo Børs' handelsregler. Alle internhandler av børsnoterte instrumenter skal rapporteres til børsen, og informasjon om disse er tilgjengelig for offentligheten i ettertid.

16.3.3.2 Investeringstjenester

Børsvirksomhet – den form som er omfattet av gjeldende børslov – har en uklar grense mot ytelse av investeringstjenester. Handel i finansielle instrumenter som ikke er børsnoterte kan i dag ikke foretas eller registreres i børsens handelssystem. For disse instrumentene fungerer verdipapirforetakenes meglerbord som markedsplass. Verdipapirforetak kan koble kjøps- og salgsinteresser i handler. Dette er i utgangspunktet konsesjonspliktig virksomhet etter verdipapirhandelloven § 7-1 første ledd, jf § 1-2 første ledd nr 1. Videre kan verdipapirforetakene offentliggjøre informasjon om ordrer og sluttede handler, f eks gjennom aviser, internett, fax, eller i elektroniske informasjonssystemer (Reuters m v). Det siste må anses å ligge innenfor de virksomhetsbegrensninger som verdipapirhandelloven § 8-3 oppstiller, og er altså tillatt for verdipapirforetak.

Slik «markedsplassfunksjon» for unoterte instrumenter er ikke regulert gjennom børsloven, men reglene om god forretningsskikk for verdipapirforetak i verdipapirhandelloven kapittel 9 og de alminnelige handelsreglene i verdipapirhandelloven kapittel 2 kommer til anvendelse. Videre vil straffelovens

og avtalelovens generelle regler kunne komme til anvendelse ved «innsidehandel» og «markedsmanipulasjon». Aksjelovens forbud mot urimelig forskjellsbehandling av aksjonærer, jf allmennaksjeloven § 5-21, samt ulovfestede myndighetsmisbruksprinsipper, vil videre i noen utstrekning kunne pålegge utsteder av aksjer informasjonsplikt overfor aksjonærene knyttet til selskapsbegivenheter, dersom selskapet har lagt opp til at det skal foregå omsetning av aksjer. Det er imidlertid ikke krav om offentliggjøring hverken av tilbud og etterspørsel eller sluttede handler. Utstederne har heller ikke i samme grad som for børsnoterte verdipapirer opplysningsplikt om kurssensitiv informasjon. Utsteder har i utgangspunktet ingen forpliktelser overfor verdipapirforetakene som forestår handel i aksjene. Utsteder kan ha en form for markedmaker avtale med enkelte verdipapirforetak, men det er ingen krav om notoritet rundt denne i forbindelse med opplysningsplikt til markedet o s v. Informasjonsflyten i dette markedet er således begrenset. Fordi dette markedet er uoversiktlig, «spesialiserer» gjerne verdipapirforetakene seg på handel av utvalgte unoterte verdipapirer. Enkelte aviser og nyhetsbyråer formidler også opplysninger om omsetningen i unoterte aksjer.

16.3.3.3 Ikke-konsesjonspliktig formidling

Kobling av investorer for kjøp og salg av finansielle instrumenter er kjernen i definisjonen av tjeneste nr 1 i verdipapirhandelloven § 1-2 annet ledd; «mottak og formidling av ordre på vegne av investor i forbindelse med finansielle instrumenter, samt utførelse av slike ordre». Det følger imidlertid av § 7-1 annet ledd nr 1 at det ikke er konsesjonsplikt der

> «investeringstjenesten bare består i å formidle ordre om verdipapirer og andeler i verdipapirfond til verdipapirforetak med tillatelse etter første ledd eller forvaltningsselskap for verdipapirfond, forutsatt at det ikke forestås oppgjør».

Unntaket er basert på investeringstjenestedirektivet (ISD) artikkel 2 nr 2 bokstav g. Dette innebærer blant annet at såkalt «inter broker dealing» (megling mellom verdipapirforetak) ikke er konsesjonspliktig etter verdipapirhandelloven dersom det ikke forestås oppgjør. Slik virksomhet finnes i dag i statsobligasjonsmarkedet, men de verdipapirforetak som driver slik virksomhet har tillatelse til å drive investeringstjenester. Dersom markedsplassens virksomhet bare går ut på å koble ordre via «medlemmer» som er verdipapirforetak vil det således kunne hevdes at det ikke er konsesjonsplikt. I NOU 1995:1 side 59 heter det:

> «Etter utvalgets syn bør rene formidlere av ordre vedrørende kjøp og salg av finansielle instrumenter ikke omfattes av krav til konsesjon. Det foreslås et unntak fra konsesjonskravet for tilfelle der videreformidling kun skjer til foretak som har konsesjon til å yte investeringstjenester, altså kredittinstitusjoner eller annet investeringsforetak.»

Hva «ren formidling» innebærer er ikke nærmere kommentert. Heller ikke ISD artikkel 2 nr 2 bokstav g gir nærmere veiledning.

I det virksomhet som markedsplass innebærer noe mer enn «bare ... å formidle ordre», men tar sikte på å skape ordre, koble ordre, samt gi informasjon om ordre m m, kan det hevdes at slik virksomhet hvor formålet er å skape handel i finansielle instrumenter ikke vil kunne rubriseres under unntaket fordi virksomheten omfatter kvalitativt andre elementer som nevnt ovenfor, enn

den rene formidling unntaket tar sikte på å holde utenfor konsesjonsreglene. Videre vil virksomheten for øvrig være betydelig mer komplisert (opptaksprosedyrer, markedsovervåkning, drift av handelssystemer, formidling av informasjon etter fastsatte regler o s v). Denne grensegangen er imidlertid ikke klar. Det er videre en viktig reservasjon for unntaket; at det bare gjelder «verdipapirer». Derivater er således ikke omfattet av unntaket, jf verdipapirhandelloven § 1-2 annet ledd nr 1 jf tredje ledd.

Markedsplassfunksjonen må også vurderes opp imot konsesjonsplikten for «markedsføring av finansielle instrumenter», jf verdipapirhandelloven § 1-2 første ledd nr 5. Konsesjonsplikt for markedsføring er en særnorsk regel, som ikke er omhandlet i ISD. Markedsføring av finansielle instrumenter innebærer at noen på forretningsmessig basis påtar seg oppdrag med å spre informasjon om et bestemt finansielt instrument, med det formål å påvirke etterspørsel eller tilbud. Dersom en markedsplass opptar et instrument til handel på visse vilkår, herunder mot betaling, påtar seg å kanalisere informasjon om utstedere, og regelmessig og systematisk oppgi kurser på finansielle instrumenter i den hensikt å skape omsetning i instrumentet, kan det hevdes at dette sett i sammenheng må anses som konsesjonspliktig markedsføring.

For utvalgets videre drøftelser, og for spørsmålet om konsesjonsområdet for børs, jf *"Regulering av børsvirksomhet"* i kapittel 16.2 ovenfor, forutsettes at slik «markedsplassvirksomhet» som drøftet vil omfattes av konsesjonskravene for ytelse av investeringstjenester etter verdipapirhandelloven.

«Markedet» for handler med finansielle instrumenter direkte mellom investorer, uten noen form for mellommannsvirksomhet, omfattes ikke av konsesjonsreglene i børs- og verdipapirhandelreguleringen. En investor som for egen regning kjøper og selger finansielle instrumenter vil i utgangspunktet ikke være omfattet av konsesjonsplikt. Verdipapirhandelloven kapittel 2 vil komme til anvendelse for investorers handel i børsnoterte instrumenter. Verdipapirhandelloven § 2-5 om god forretningskikk kommer også til anvendelse i handel i ikke-børsnoterte instrumenter.

16.4 Nærmere om behov for en autorisert markedsplass

Utvalget har vurdert hvorvidt det kan være formålstjenlig å etablere særlig regulering for markedsplasser som ikke opptar finansielle instrumenter til offisiell notering. I dagens marked for unoterte instrumenter stilles det som nevnt ikke krav til f eks offentliggjøring av informasjon fra utsteder og rapportering av transaksjoner. Dette medfører at markedet kan preges av informasjonsassymmetri. 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.

Potensielle utstedere i et slikt marked vil typisk 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.

I det uregulerte markedet for unoterte instrumenter vil det som nevnt ofte kunne være informasjonsassymetri, som begrenser tilgangen på investorer. Fordi det ikke er samtidig offentliggjøring av selskapsinformasjon og omsetningsdata kan det være tilfeldig hvem som til enhver tid besitter kurssensitiv informasjon. Informasjonsassymetri kan for øvrig gi grunnlag for manipulasjon av kurser og kan forsterke frekvensen av rykter i markedet. Fordi det er usikkert hvem som besitter riktig informasjon, vil rykter kunne skape grobunn for markedspriser som ikke reflekterer faktiske forhold. Dette kan som nevnt forsterke volatiliteten i markedet, noe som igjen kan medføre at likviditeten i instrumenter som handles på markedsplassen blir lav.

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 UCITS-direktivet (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 UCITS-direktivet artikkel 19. Etter *utvalgets* syn er det et behov for tillitvekkende og regulert organisering av markeder også for ikke-børsnoterte verdipapirer.

Som nevnt åpner verdipapirhandelloven gjennom forskriftshjemmelen i § 1-7 for at lovens bestemmelser som gjelder børsnoterte finansielle instrumenter, helt eller delvis skal gjelde tilsvarende for finansielle instrumenter som notertes på eller omsettes i et annet «regulert marked». Definisjonen av regulert marked i § 1-3 forutsetter at det eksisterer regler for slike markeder. Siden dagens lovgivning ikke fastsetter noe nærmere om slike regler, kan det med dagens regler ikke opprettes noe slikt marked i Norge.

Et eksempel på en slik markedsplass er den svenske IM Marknadsplass AB (IM). Foretaket driver i dag virksomhet som verdipapirforetak i Sverige, men har fra og med 1999 fått konsesjon som autorisert markedsplass i Sverige. IM driver virksomhet som markedsplass for mindre selskaper som ennå ikke er modne for børsnotering. Utstederne må for å bli opptatt til handel undertegne avtale med IM, der de blant annet påtar seg informasjonsplikt. IM forplikter seg til å offentliggjøre denne informasjonen. Selskapet hadde pr juni 1998 21 foretak med verdipapirer som ble omsatt på markedsplassen. Ca 15.000 investorer var medlemmer på markedsplassen. I emisjonsprospektet datert 23. juni 1998 for det norske InnovasjonsMarkedet ASA, er det opplyst at InnovationsMarknaden AB siden oppstart i 1994 og frem til juni 1998 har reist SEK 500 millioner i ny egenkapital til de noterte selskaper gjennom emisjoner over markedsplassen. Det norske søsterselskapet InnovasjonsMarkedet ASA fikk i høsten 1998 konsesjon til å drive virksomhet som verdipapirforetak i Norge, se *"«Handelssystemer» innenfor rammen av tillatelser til investeringstjenestevirksomhet"* i kapittel 11.5. Det er for tidlig å si noe om omfanget av denne virksomheten i Norge. Som nevnt ovenfor i *"Børsens rammelovgivning og regulering"* i kapittel 8.1 har Finansdepartementet i mai 1998 lagt til grunn at den planlagte virksomheten ikke krever konsesjon etter børsloven. I Sverige har som nevnt i *"Sverige"* i kapittel 13.2 også Aktietorget i Norden AB fått konsesjon som autorisert markedsplass. Det er generelt viktig at formidlings- og informasjonsvirksomhet som kan drives effektivt med dagens regulering-

sregime 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. 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.

Behovet for konsesjonsplikt vil også være avhengig av om slik virksomhet ellers krever konsesjon etter verdipapirhandelloven som investeringstjenestevirksomhet og således er under tilsyn m v. Dette er dels et noe uavklart spørsmål, jf ovenfor *"Grensedragning mellom tradisjonell børsvirksomhet, investeringstjenester og ikke konsesjonspliktig formidling av ordre m v"* i kapittel 16.3.3., men *utvalget* forutsetter som nevnt for sine drøftelser at slik konsesjonsplikt vil foreligge. 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 verdipapirhandelovens 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.

Det vises i denne sammenheng til begrunnelsen i den svenske loven for ikke å ha konsesjonsplikt knyttet til virksomhet enten dette tilsvarer børs eller markedsplassvirksomhet. Som nevnt ovenfor i *"Reguleringsbehov"* 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.

Konsesjonsplikt knyttet til en nærmere bestemt virksomhet forutsetter at den gis en presis og rimelig praktikabel definisjon. Det kan imidlertid vise seg å være vanskelig å avgrense en slik markedsplass mot aktiviteter som ikke naturlig faller inn under en slik regulering. Det vises til at nokså forskjelligartet virksomhet vil kunne omfattes av et slikt regelverk, hvor det for hver virksomhet kan være ulik avveining 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 markedsplass er mer fremhevet etter at det ble åpnet opp for at disse foretakene kan drive egenhandel. Den teknologiske utviklingen har ført til at mange markedsplasser 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 markedsplassvirksomhet.

Etter *utvalgets* vurdering tilsier en avveining av de hensyn som er nevnt, at det bør gis nærmere regler for markedsplasser som ikke er børser, men at det ikke bør være plikt til å søke konsesjon. Det vil således være opp til den enkelte markedsplass 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 markedsplass 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 markedsplass.

Fordelen for markedsplassen ved å innhente konsesjon er at den får et kvalitetsstempel fra myndighetene, gjennom det regelverk og tilsyn markedsplassens virksomhet omfattes av. Stempelet som «regulert markedsplass» vil også 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. Den økede sikkerhet og orden som øket regulering innebærer, vil – i den grad det verdsettes av markedet – minske den avkastningspremien investorene vil kreve, noe som igjen gir høyere kurser og derved rimeligere risikokapital for utstederforetakene.

Videre er det en forutsetning at markedsplassen vil anses som et «regulert marked» etter ISD artikkel 1 nr 13. Det har blant annet følgende konsekvenser:

- 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 myndighetstilsyn 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 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.

16.5 Konsesjonsområde for autoriserte markedsplasser

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 tilsvarer da lignende ordninger i Sverige og Danmark.

Reguleringen av autorisert markedsplass vil etter avveiningene ovenfor måtte oppfylle ISDs definisjon av regulert marked. Det skal derimot ikke stilles krav om at markedsplassen må oppfylle de krav opptaksdirektivet (79/279/EØF) oppstiller for opptak til offisiell notering. Poenget er jo nettopp å skape et velordnet og regulert marked for verdipapirer som ikke fyller direktivets minimumskrav. Samtidig må reguleringen av autorisert markedsplass fylle de øvrige krav som stilles i investeringstjenestedirektivet for «regulerte markeder», jf *"Nærmere om autoriserte markedsplasser"* i kapittel 22 nedenfor.

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 *"Regulering av børsvirksomhet"* i kapittel 16.2.

Regulering av en autorisert markedsplass må utformes ut fra behovet for å ha en markedsplass som oppfyller markedets krav til «level playing field», med regler som skal sikre at handelen foregår på en redelig og effektiv måte, men samtidig ikke har like strenge vilkår for opptak til handel som børsene stiller for offisiell notering. Reguleringen må ellers fastlegge minstekrav til opplysningsplikt for utstedere og til deltagernes (medlemmenes) innrapportering av kursinformasjon og om offentliggjøring av denne (gjennomsiktighet). Opplysningsplikten for utsteder refererer seg til å gi relevante opplysninger til markedsplassen, og plikt for markedsplassen til å videreformidle opplysninger til markedsaktørene etter samtidighetsprinsippet. De nærmere vilkår for tillatelse og regler for virksomhet som autorisert markedsplass er behandlet i *"Nærmere om autoriserte markedsplasser"* i kapittel 22.

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 *"Konsesjonsområde – børsvirksomhetens kjernefunksjoner"* i kapittel 16.2.2 at Kongen i tvilstilfelle kan avgjøre om konsesjon som børs er nødvendig.

Kapittel 17

Former for organisering av børsvirksomhet

17.1 Oversikt over ulike organisasjonsformer

17.1.1 Innledning

Dersom en børsvirksomhet ikke er pålagt organisert på en spesiell måte, vil organisasjonsformen være valgfri, og institusjonens stiftere vil velge den form de finner mest hensiktsmessig. I nåværende børslov er det særskilt regulert hvilken organisasjonsform en børs skal ha. Det følger av børsloven § 1-1 at en børs skal være en selveiende institusjon. For vurderingen av om organisasjonsformen skal være valgfri, eller hvilken organisasjonsform som eventuelt skal være obligatorisk vises det til *"Utvalgets vurderinger av alternative organisasjonsformer"* i kapittel 17.2.

Generelt kan det sies at graden av lovregulering av de enkelte organisasjonsformer reflekterer det ansvar for sammenslutningens virksomhet som deltakeren påtar seg. Med unntak av selskapslovens regulering av ansvarlige selskaper, er tendensen at jo større personlig ansvar deltakeren påtar seg overfor kreditorer m v, desto mindre har lovgiver funnet grunn til å detaljregulere organisasjonsformen.

De ulike organisasjonsformene kan grovt sett inndeles etter eierkriterier og ansvarskriterier. Stiftelser og foreninger er selveiende sammenslutninger, de sistnevnte med medlemmer, mens selskapene har eiere. Eiere vil normalt ha rett til å disponere over selskapets nettoformue ved avvikling, likvidasjon m v. Selskapene er igjen inndelt i ulike grader av personlig eieransvar for selskapets virksomhet og forpliktelser.

Nedenfor følger en oversikt over reguleringen av de ulike organiseringsformer. Ansvarlige selskaper og kommandittselskaper er ikke behandlet, i det *utvalget* anser disse organisasjonsformene som mindre egnet for børsvirksomhet. Blant annet forutsetter selskapsloven at minst en av deltakerne i slike selskaper har ubegrenset ansvar for selskapets forpliktelser. *Utvalget* har heller ikke funnet grunn til å gå nærmere inn på organisering av børsvirksomhet som rent (offentlig) forvaltningsorgan.

I det følgende vil de enkelte organisasjonsformer bli gjennomgått. Først vil den aktuelle reguleringen bli presentert. Deretter vil eier-/deltakerrollen beskrives. Videre vil deltakernes ansvar for sammenslutningens virksomhet behandles. Regulering av den interne organisasjonen i sammenslutningen, herunder ledelse er for noen organisasjonsformer lovregulert. Andre sammenslutninger står fritt med hensyn til den interne organiseringen. Dette vil bli behandlet for de enkelte organisasjonsformer nedenfor. Videre vil sammenslutningens kapitalform, kapitalkrav og muligheter for innhenting av kapital bli behandlet. Avslutningsvis vil fremstillingen av de enkelte organisasjonsformer behandle hvilke regler som gjelder med hensyn til regnskap og registrering.

Fordi aksjeselskap er den mest gjennomregulerte organisasjonsformen, er redegjørelsen nedenfor for slike selskaper noe mer omfattende enn for de andre organisasjonsformene. Dette forhold er også begrunnet med at spesielt

organmodellene i aksjeselskapslovene i mange tilfeller er adoptert i de organisasjonsformer der det ikke er stilt særskilte krav til organiseringen.

Generelt påpekes at gjeldende regulering av ulike organisasjonsformer naturligvis kan suppleres eller justeres gjennom særlovgivning for spesielle typer virksomheter, slik som for eksempel forretningsbankloven supplerer aksjelovens regulering av forretningsbanker.

Oslo Børs er i dag som nevnt en selveiende institusjon, jf børsloven § 1-1, og for øvrig med den særskilte institusjonsform og organisering som følger av den gjeldende børslov. Det er ikke gitt omdannelsesregler eller regler om avvikling. Børsens organisering er nærmere beskrevet i *"Nåværende organisering av børsen og børsens relasjoner"* i kapittel 8.

17.1.2 Aksjeselskap

Regulering

Aksjeselskaper er regulert i aksjeloven av 13. juni 1997 nr 44 (i kraft fra 1. januar 1999) (AS) og allmennaksjeloven av 13. juni 1997 nr 45 (i kraft fra 1. januar 1999) (ASA). Lovene har til dels detaljert regulering blant annet av stiftelse, formen for og krav til organisasjon, ledelse og saksbehandlingsregler, drift, revisjon, krav til reell egenkapital, forholdet til kreditorene og endringer i aksjekapitalen, fusjon, fisjon og avvikling av de respektive selskaper. Nedenfor behandles de to aksjeselskapsformene felles.

ASA-formen er beregnet på selskaper der det er stor aksjespredning, og der selskapet ønsker å kunne hente inn kapital gjennom emisjoner rettet mot allmennheten. Aksjene skal i utgangspunktet være fritt omsettelige, og aksjene skal være registrert i VPS. Vedtektene kan imidlertid fastsette at erverv av aksjer er betinget av samtykke fra selskapets styre, eller at aksjeeier eller erverver skal ha visse egenskaper. Det kan videre fastsettes generelle eier- og/eller stemmerettsbegrensninger.

AS-formen er beregnet på selskaper med en begrenset krets eiere. Som hovedregel er selskapets aksjer underlagt omsetningsbegrensninger, ved at selskapet skal godkjenne erverv og ved at øvrige eiere har forkjøpsrett. Det er ikke krav om at aksjene skal være registrert i VPS. Videre kan det stilles krav i vedtektene til aksjeeiers egenskaper. AS står fritt til å utstede stemmerettsløse aksjer, eller aksjer med begrenset stemmerett. Selskapet kan i visse tilfeller tvangsinnløse aksjonærer. Tilsvarende kan en aksjonær i visse tilfeller kreve innløst sine aksjer av selskapet.

Eiere og deltageransvar

Aksjeselskaper er eiet av selskapets aksjonærer. Aksjonærene har skutt inn kapital i henhold til sine andeler av aksjene ved selskapets stiftelse eller ved senere emisjon, eller har ervervet aksjer i annenhåndsmarkedet. På tilsvarende måte kan eieren øke sin eierandel ved emisjon eller erverv, og redusere sin eierandel ved salg.

Rettighetene som aksjeeier er knyttet til aksjene. Aksjene for begge foretaksfomer er i utgangspunktet omsettelige, jf begge lover § 4-15 første ledd. For ASA er hovedregelen fri omsettelighet. Det kan imidlertid vedtektsfestes regler om forkjøpsrett og godkjenning av erverv. For AS er det hovedregelen at selskapet må godkjenne erverv av aksjer i selskapet. Videre har de øvrige eiere forkjøpsrett til aksjer som skal avhendes, jf AS § 4-15 annet og tredje ledd. Hovedregelen kan fravikes i vedtektene.

Begge lover påbyr foretaket å ha generalforsamling, som er selskapets øverste organ. Generalforsamlingen skal holdes til de i loven fastsatte tidspunkt og for de avgjørelser hvor loven krever generalforsamlingsvedtak. Eierne utøver sine eierbeføyelser gjennom stemmerett på generalforsamlingen, jf ASA § 5-1 første ledd og AS § 5-1 første ledd. I utgangspunktet har alle aksjer en stemme, jf ASA 5-4 og AS § 5-3. Vedtekter og særlovgivning kan begrense stemmeretten. Det følger av ASA § 5-4 at vedtektene kan inneholde bestemmelser om stemmerettsbegrensning som er knyttet til person. I vedtektene kan det også fastsettes at aksjene i en aksjeklasse ikke skal gi stemmerett eller skal ha begrenset stemmevekt. Slik vedtektsbestemmelse skal godkjennes av Justisdepartementet dersom det samlede pålydende av aksjer i selskapet med slike stemmerettsbegrensninger skal utgjøre mer enn halvparten av aksjekapitalen i selskapet.

Ordinær generalforsamling skal avholdes innen seks måneder etter utgangen av hvert regnskapsår, jf ASA § 5-6 og AS § 5-5. På den ordinære generalforsamlingen skal aksjonærene godkjenne årsregnskap, årsberetning og utbytte, samt andre saker som lov eller vedtekter pålegger at skal vedtas i generalforsamlingen. I tillegg kan det innkalles til ekstraordinær generalforsamling.

Eierne av selskapets aksjer kan få utbetalt utbytte etter nærmere regler i ASA §§ 8-1 følgende og AS §§ 8-1 følgende. Videre kan selskapet på gitte betingelser nedskrive kapitalen med utbetaling til aksjonærene, jf begge lover *"Internasjonale rammebetingelser for børsvirksomhet"* i kapittel 12. Dersom selskapet besluttes nedlagt vil selskapets gjenværende formue, etter at kreditorer er dekket, bli utbetalt til eierne, jf begge lover *"Reguleringsbehov og konsesjonsordninger"* i kapittel 16.

Begge aksjelovene kapittel IV regulerer avtaler mellom aksjeeier og selskapet, samt konserninterne transaksjoner. I § 3-8 er det fastsatt at en avtale om erverv av eiendeler, tjenester eller ytelser fra en aksjeeier mot vederlag fra selskapet som utgjør over en tjuedel av aksjekapitalen på tidspunktet for ervervet, ikke er bindende for selskapet uten at avtalen godkjennes av generalforsamlingen. Det er gjort unntak for:

- avtale inngått i samsvar med reglene i § 2-4, jf § 2-6, og § 10-2, d v s særskilte stiftelsesvilkår (tingsinnskudd m v) som skal fremkomme i stiftelsesdokumentet;
- erverv av verdipapirer til pris i henhold til offentlig kursnotering;
- forretningsavtaler som ligger innenfor selskapets vanlige virksomhet og inneholder pris og andre vilkår som er vanlige for slike avtaler.

Bestemmelsen er gitt tilsvarende anvendelse når avtalen er inngått med en aksjeeiers nærstående eller med noen som handler etter avtale eller for øvrig opptrer i forståelse med en aksjeeier. Styret skal sørge for at det utarbeides en redegjørelse for ervervet etter reglene om tingsinnskudd. Redegjørelsen skal vedlegges innkallingen til generalforsamlingen, og den skal uten opphold meldes til Foretaksregisteret. Oppfyllelse i henhold til avtale som ikke binder selskapet, skal tilbakeføres.

I begge lover § 3-9 er det gitt nærmere regler for konserninterne transaksjoner. Transaksjoner mellom selskaper i samme konsern skal grunnes på vanlige forretningsmessige vilkår og prinsipper. Vesentlige avtaler mellom konsernselskaper skal foreligge skriftlig. Når et konsernselskap inngår avtale med morselskapet eller et annet selskap i konsernet om erverv av eiendeler, tjenester eller ytelser, gjelder reglene i § 3-8 om transaksjoner mellom selska-

pet og aksjeeiere tilsvarende. Kostnader, tap, inntekter og gevinster som ikke kan henføres til noe bestemt konsernselskap, skal fordeles mellom konsernselskapene slik god forretningsskikk tilsier. Utdeling av utbytte og konsernbidrag fra et konsernselskap til morselskapet og andre selskaper i konsernet skal i et enkelt regnskapsår samlet ikke overstige 10 prosent-grensen etter § 8-1.

I et aksjeselskap har ingen av deltakerne personlig ansvar for selskapets forpliktelser. Aksjeselskapsformen er kjennetegnet ved at deltakerne i selskapet (aksjeeierne) har begrenset sitt ansvar for selskapets forpliktelser til den innskutte aksjekapital, jf begge lover § 1-1.

Ledelse og organisasjon

Selskapets ledelse skal bestå av et styre, i visse tilfeller bedriftsforsamling, og daglig leder. Selskapets ledelse er regulert i begge lover *"Kapitalmarkedet i Norge"* i kapittel 6.

Et selskap med mer enn 200 ansatte skal ha en *bedriftsforsamling*, jf begge lover § 6-35. Generalforsamlingen velger 2/3 av bedriftsforsamlingen, mens de ansatte velger 1/3. Selskapet kan avtale med de ansatte, eller deres fagforeninger, at selskapet ikke skal ha bedriftsforsamling. Selskapets vedtekter kan bestemme at det skal være bedriftsforsamling selv om dette ikke er lovpålagt.

I de selskaper der det er bedriftsforsamling er det denne som velger styret og dets formann, jf ASA § 6-37 første ledd og AS § 6-35. Bedriftsforsamlingen skal føre tilsyn med styrets og daglig leders forvaltning av selskapet. Bedriftsforsamlingen skal avgi uttalelser til generalforsamlingen om styrets forslag til resultatregnskap og balanse skal godkjennes, og om styrets forslag til anvendelse av overskudd eller dekning av tap. Videre fatter bedriftsforsamlingen avgjørelser i saker om betydelige investeringer og om rasjonalisering eller omlegging av driften, som har betydning for arbeidsstyrken.

Alle aksjeselskaper skal ha et *styre*, jf begge lover § 6-1 første ledd. Styret skal bestå av minst tre personer. I AS med aksjekapital på mindre enn 3 mill kroner kan styret bestå av mindre enn tre medlemmer. I selskaper med bedriftsforsamling skal det være minst fem medlemmer. Begge lover § 6-4 regulerer de ansattes rett til å være representert i styret.

Med unntak av de ansattes representanter og eventuelle medlemmer valgt av bedriftsforsamlingen, velges styrets medlemmer av generalforsamlingen, jf begge lover § 6-3. Det kan med visse begrensninger vedtektsfestes at denne myndigheten kan settes bort til andre, for eksempel et representantskap. Dersom generalforsamlingen ikke har valgt styrets formann, velges vedkommende av styret selv.

Styret er ansvarlig for forvaltningen av selskapet, jf begge lover § 6-12. De påfølgende bestemmelser regulerer styrets oppgaver og saksbehandling. Styret representerer selskapet utad og tegner dets firma, jf begge lover § 6-30. Myndigheten kan delegeres til enkeltmedlemmer i styret, daglig leder eller navngitte ansatte.

ASA skal ha en *daglig leder*, jf ASA § 6-2. AS med en aksjekapital på 3 mill kroner eller mer skal også ha daglig leder. Daglig leder tilsettes som hovedregel av styret. Det kan for begge selskapstyper vedtektsfestes at bedriftsforsamlingen, eller generalforsamlingen der det ikke er bedriftsforsamling, skal tilsette daglig leder. Der det er avtale om ikke ha bedriftsforsamling tilsettes daglig leder av styret.

Som det fremgår av stillingsbetegnelsen forestår daglig leder den daglige ledelsen av selskapets virksomhet, jf begge lover § 6-14. Det følger av de samme bestemmelser at saker som etter selskapets forhold er av uvanlig art eller stor betydning må forelegges styret, med mindre styrets beslutning ikke kan avventes uten vesentlig ulempe for selskapet. Daglig leder representerer selskapet utad i saker som inngår i den daglige ledelse, jf begge lover § 6-32.

Lovene har for øvrig detaljerte regler om ledelsens oppgaver, kompetanse og saksbehandling.

Ulovfestede organer

Aksjelovene nedlegger ikke forbud mot at selskapet kan opprette andre organer. Det kan for eksempel tenkes at generalforsamlingen eller styret nedsetter egne arbeidsgrupper som skal utrede særskilte spørsmål. Et annet eksempel kan være at et aksjeselskap ønsker å opprette en kontrollkomité på linje med det for eksempel bankene ved særlov er pålagt å ha. Aksjelovene er ikke til hinder for dette. Beslutningen om å opprette ulovfestede organer må foretas av det organ hvis myndighet delegeres, eller et organ som er overordnet det delegerende organ, (jf Mads Henry Andenæs, Aksjeselskapsrett 2. utgave side 234).

Kapital

Selskapets egenkapital består av fri og bundet egenkapital. Et ASA må i henhold til § 3-1 første ledd ha en minimum aksjekapital på 1 mill kr. For AS er minimumskravet 100.000 kroner. Den bundne kapitalen består i all hovedsak av aksjekapital (§ 3-1), overkursfond (§ 3-2) og fond for vurderingsforskjeller (§ 3-2). Øvrige fond er fri kapital. Selskapet skal imidlertid til enhver tid ha en egenkapital som er forsvarlig ut fra virksomheten i selskapet, jf begge lover § 3-4. Hvis det må antas at egenkapitalen er lavere enn forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av virksomheten i selskapet, skal styret straks ta opp saken til behandling, jf begge lover § 3-5. Styret skal innen rimelig tid innkalle generalforsamlingen, gi den en redegjørelse for selskapets økonomiske stilling og foreslå tiltak som vil gi selskapet en forsvarlig egenkapital. Det samme gjelder hvis det må antas at selskapets egenkapital er blitt mindre enn halvparten av aksjekapitalen. Hvis styret ikke finner grunnlag for å foreslå tiltak som kan gi selskapet en forsvarlig egenkapital, eller slike tiltak ikke lar seg gjennomføre, skal det foreslå selskapet oppløst.

Foretakets aksjekapital kan økes blant annet ved emisjon, d v s utstedelse av nye aksjer mot innbetaling til selskapet. Videre kan foretaket innhente arbeidskapital ved lån, herunder ansvarlige lån og konvertible lån.

Regnskap og revisjon

Lov av 17. juli 1998 nr 56 om regnskapsplikt m v (regnskapsloven) § 1-2 (i kraft fra 1. januar 1999) pålegger alle aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper å føre regnskap.

Generalforsamlingen skal velge en eller flere revisorer, jf begge aksjelovene § 7-1 første ledd. Revisor skal være registrert eller statsautorisert, jf begge lover § 7-2 første ledd første punktum. Revisors stilling er regulert i aksjeloven kapittel 7 i begge aksjelovene og i lov 14. mars 1964 nr 2 om revis-

jon og revisorer (revisorloven). Sistnevnte er under endring, jf Ot prp nr 75 (1997-98).

Regnskapslovens regler skiller mellom store og små foretak. Som store foretak regnes alle allmennaksjeselskaper, foretak som har børsnoterte aksjer, andeler eller grunnfondsbevis og selskaper som etter departementets beslutning anses å ha en særlig samfunnsøkonomisk betydning, jf § 1-5. Små foretak er underlagt mindre strenge krav til blant annet årsregnskap og årsberetning, jf *"Historisk oversikt"* i kapittel 3, regnskapsprinsipper, *"Innledning og oversikt – behovet for et effektivt og velfungerende marked for verdipapirer i Norge"* i kapittel 4, vurderingsregler, jf *"Samfunnsøkonomiske sider ved børsvirksomhet og verdipapirmarkedet"* i kapittel 5, resultatregnskap, jf *"Kapitalmarkedet i Norge"* i kapittel 6, noteopplysninger, jf *"Nåværende verdipapirmarkedsstruktur i Norge"* i kapittel 7.

Registrering

Det følger av lov 21. juni 1985 nr 78 om registrering av foretak (foretaksregisterloven) § 2-1 første ledd nr 1 at aksjeselskaper skal registreres i Foretaksregisteret.

Hovedforskjeller mellom allmennaksjeselskap og (private) aksjeselskap

En grunnleggende forskjell mellom allmennaksjeselskap og privataksjeselskap er at bare ASA kan være børsnotert og ha anledning til å innhente aksjekapital gjennom tegningsinnbydelser til allmennheten. For øvrig er reglene om kreditorbeskyttelse og kapitalforhøyelse stort sett de samme for AS og ASA, dog slik at det er strengere krav til dokumentasjon og prosedyre ved kapitalforhøyelse med tingsinnskudd for ASA enn for AS.

Kravet til minste aksjekapital er 100.000 kroner for AS og 1.000.000 kroner for ASA.

Aksjene i ASA skal registreres i Verdipapirsentralen, mens dette er valgfritt for AS.

Aksjene i et ASA er som utgangspunkt fritt omsettelige, mens aksjer i AS som hovedregel ikke er fritt omsettelige. Disse utgangspunkter kan imidlertid endres gjennom vedtektsbestemmelser.

På visse angitte vilkår har aksjonærene i et AS rett til å kreve sine aksjer innløst av selskapet, og selskapet kan i visse tilfeller kreve en aksjeeier utløst. Slike regler gjelder ikke for ASA, dog slik at et ASA i visse tilfeller kan kreve små aksjeposter innløst av selskapet.

I AS med færre enn 20 aksjeeiere, kan generalforsamling avholdes uten møte, med mindre ingen av aksjeeierne krever behandling i møte. I ASA er det alltid nødvendig med generalforsamlingsmøte.

I ASA må det være minst tre styremedlemmer og en daglig leder. I AS med aksjekapital under 3.000.000 kroner kan man begrense styret til ett eller to styremedlemmer, og unnlate å ha daglig leder.

Reglene om fusjon og fisjon er noe mer omfattende for ASA enn for AS, blant annet med hensyn til dokumentasjonskrav og prosedyrer. For ASA regulerer loven bruk av enkelte finansielle instrumenter (tegningsrettsaksjer, frittstående tegningsretter mv), mens disse bestemmelsene ikke gjelder for AS.

17.1.3 Økonomiske foreninger/andelslag

En forening er en sammenslutning av medlemmer. «Økonomiske foreninger er sammenslutninger som arbeider for å fremme medlemmenes økonomiske interesser ved selv å drive økonomisk virksomhet.» (Aarbakke i Knoph 10. utgave side 901).

Et eksempel på økonomiske foreninger på finansområdet er kredittforeninger, som er en forening av låntakere. Disse foreningene er imidlertid særskilt regulert i finansieringsvirksomhetsloven kapittel 3. Det følger av finansieringsvirksomhetsloven § 3-2 annet ledd at aksjeloven kommer til anvendelse for slike foreninger, med mindre annet følger av finansieringsvirksomhetsloven eller forskrifter gitt i medhold av denne.

Hovedkjennetegnet ved en forening, i motsetning til et selskap, er at deltakerne *ikke* har eiendomsrett til sammenslutningens formue. En økonomisk forening der medlemmene har økonomiske *rettigheter* til for eksempel utbytte og andel av egenkapitalen ved uttreden fra foreningen, vil normalt falle inn under aksjelovens regler. I så fall må stiftelse, organisering, drift og avvikling skje i overensstemmelse med aksjelovens regler.

Et annet kjennetegn er at foreninger, i motsetning til selskaper, i utgangspunktet har åpent medlemskap. Videre drives ikke foreningens virksomhet for medlemmenes regning og risiko, slik tilfellet er for selskaper, (jf Aarbakke i Knoph 10. utgave side 880).

Økonomiske foreninger omtales gjerne som *andelslag*. En økonomisk forening er en forening hvis virksomhet er omsetning av varer eller tjenester som har økonomisk verdi. Det legges til grunn at børs organisert som forening ville vært en økonomisk forening. Nedenfor behandles bare økonomiske foreninger. Samvirkelag er en særlig form for andelslag. Dette behandles for seg nedenfor under 17.1.4.

Organisasjonsformen forening er ikke direkte regulert i egen lov. Rettsspørsmål må vurderes i forhold til alminnelige foreningsrettslige grunnsetninger, d v s ulovfestet rett. Hovedkilden vil i praksis være foreningens vedtekter. Videre vil avtalerettslige regler kunne komme til anvendelse i enkelte sammenhenger.

I foreninger er det ikke eiere, men medlemmer, som ikke har eiendomsrett til foreningens formue. Det kan således ikke utbetales utbytte eller foretas likvidasjon og utdeling av formuen til medlemmene. Foreningens medlemmer har imidlertid rettigheter i kraft av sitt medlemskap. Medlemmenes rettigheter kan deles inn i tre plan; forholdet mellom medlem og forening, forholdet mellom medlem og foreningens tillitsmenn og forholdet medlemmene i mellom (jf Geir Woxholth, Foreningsrett, 1992, side 135). Rettigheter og plikter i disse forholdene er regulert i foreningens vedtekter. Medlemsrettighetene innebærer normalt rett til å delta på generalforsamling, uttale seg og stemme. Det alminnelige prinsipp er at hvert medlem har én stemme, uavhengig av størrelsen på eventuelle medlemsinnskudd eller andre økonomiske bidrag. Videre kan rettighetene omfatte tilgang til visse servicetjenester og andre goder som foreningen disponerer.

En forening med en viss substans, herunder organisasjon og rettigheter og plikter knyttet til medlemskap, vil være et formuerettslig subjekt. En børs organisert som forening må forutsettes å ville fylle disse vilkår. Overfor tredjemann er det foreningen som sådan som står ansvarlig for formuerettslige rettigheter og plikter (jf Woxholth side 338).

I følge Geir Woxholth, Foreningsrett, 1992, side 338 er «Den alminnelige regel om ansvarsform i foreninger <er> at medlemmene og tillitsmennene

ikke er ansvarlig for foreningsgjelden – det er bare foreningen som sådan». Dette gjelder uavhengig om vedtektene eller foreningens stiftelsesgrunnlag omhandler ansvarsformen.

Foreninger står i utgangspunktet fritt med hensyn til hvordan sammenslutningen skal organiseres.

Det er medlemmene som styrer foreningen. Alle beslutninger vil således fattes i *generalforsamlingen/medlemsmøtet*, med mindre noe annet er bestemt i vedtektene. Dersom det finnes hensiktsmessig kan det opprettes andre styrende organer. Dette vil i tilfellet være nedfelt i foreningens vedtekter. Nedenfor gis det en oversikt over aktuelle organer.

Representantskap vil organisatorisk ligge mellom styret og generalforsamling, og vil ha en myndighet på et nivå mellom disse to organene.

Foreningens *styre* vil forestå administrasjonen av foreningen mellom møtene i generalforsamlingen, med unntak av daglig ledelse som måtte være tillagt andre organer, jf nedenfor. Styret vil være medlemmenes representant. Styret velges normalt av generalforsamlingen.

Noen foreninger har opprettet *arbeidsutvalg*, som har delegert myndighet fra styret.

Valgt *revisor* er blant annet medlemmenes tillitsmann, som skal kontrollere foreningens økonomiforvaltning i forhold til alminnelige lover og regler samt foreningens eget regelverk.

De foreninger som ikke har *daglig leder* eller annen administrasjon vil normalt ha en *forretningsfører*, som tar seg av den løpende driften av foreningens næringsvirksomhet.

Det er ikke pålagt foreningen å ha minstekapital. Foreningen kan hente inn kapital ved bidrag fra medlemmene (kontingent m v), driftsoverskudd, lån og gaver.

Det følger av regnskapsloven § 1-2 første ledd nr 7, 9 og 10 at samvirkelag som har salgsinntekter over 2 millioner kroner, økonomiske foreninger, og andre foreninger som har eiendeler med verdi over 20 millioner kroner eller mer enn 20 ansatte er regnskapspliktige.

Næringsdrivende økonomiske foreninger er pålagt revisjonsplikt i henhold til revisorloven § 1 første ledd. Videre vil økonomiske foreninger – i kraft av den økonomiske virksomhet foreningen driver – normalt være selvstendig skattesubjekt, og har således skatteplikt i henhold til skatteloven.

Det følger av foretaksregisterloven § 2-1 første ledd nr 2-1 at «Foreninger og andre innretninger som driver næringsvirksomhet eller har til formål å drive slik virksomhet» skal registreres i Foretaksregisteret. Nærmere bestemmelser omregistreringsplikten er gitt i § 3-6.

Det følger av lov 21. juni 1985 nr 79 om enerett til firma og andre forretningskjennetegn § 2-1 sjette ledd at foreninger med økonomisk formål må ha firma som inneholder ordene «selskap med begrenset ansvar» eller forkortelsen BA.

17.1.4 Nærmere om samvirkelag

Samvirkelag er en særlig form for økonomiske foreninger (andelslag). Det som kjennetegner samvirkelagene er at de driver økonomisk virksomhet for å fremme medlemsinteressene og at de drives etter de kooperative prinsipper (de såkalte «Rochdale-prinsippene»).

Det følger av aksjeloven av 1997 § 1-1 tredje ledd nr 4 at samvirkelag ikke er regulert av aksjeloven, med mindre selskapet i stiftelsesgrunnlaget er

betegnet som aksjeselskap. I følge M. Aarbakke i Knoph 10. utgave side 903, må de kooperative prinsipper følges for at andelslaget ikke skal være regulert av aksjeloven.

I henhold til ovennevnte prinsipper skal medlemskap i utgangspunktet være åpent for alle. Foreningen har således vekslende medlemsstall. I Ot prp nr 19 (1974-75) side 220 heter det imidlertid om definisjonen av samvirkelag som faller utenfor aksjelovens bestemmelser, jf aksjeloven av 1976 § 18-2:

> «Utkastets § 154 annet ledd stemmer med § 3 annet ledd i gjeldende aksjelov og unntar selskaper som «har til formål å fremme medlemmenes forbruksmessige eller yrkesmessige interesser (samvirkelag) forutsatt at de er stiftet som selskaper med vekslende medlemstall og vekslende kapital». Kravet om at selskapet skal ha vekslende medlemstall og vekslende kapital har skapt vansker i praksis og er neppe logisk begrunnet. Det som karakteriserer et samvirkeforetak i motsetning til et vanlig aksjeselskap, er at selskapet yter medlemmene varer eller tjenester, og at medlemmenes økonomiske interesser i selskapet i det vesentlige er knyttet til disse ytelser. En rekke selskaper som tilfredsstiller disse vilkår, driver virksomhet som medfører at muligheten for å ta opp nye medlemmer, eventuelt la gamle medlemmer uttre, faktisk er begrenset. Som eksempler kan nevnes garasjelag og selskap som har til formål å bygge lagerlokaler o. l. for medlemmene. Enkelte selskaper betegner seg selv som selskap med vekslende kapital og medlemstall, men har bestemmelser om at nye medlemmer skal fylle visse kvalifikasjoner, at de skal opptas etter skjønn m. m. Derved kan situasjonen bli at selskapet faktisk er lukket.
>
> Departementet finner det ubetenkelig å utelate ordene «forutsatt de er stiftet som selskaper med vekslende kapital og medlemstall.» På den annen side bør det da framgå at et samvirkeforetak også kan stiftes som aksjeselskap. Derfor er plassering i § 18-2 naturlig.»

Bestemmelsen er videreført i aksjeloven av 1997 § 1-1 tredje ledd nr 4. Det synes derfor ikke å være en absolutt forutsetning at medlemskap må være åpent. I følge Mads H. Andenæs (Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper 1998 side 23) er imidlertid fortsatt åpent medlemskap typisk for samvirkelag, og vedtektenes regulering av dette forholdet kan være et moment i vurderingen av hvorvidt sammenslutningen er et samvirkelag i aksjelovens forstand. Som nevnt karakteriseres samvirkelaget av det formål å skulle fremme medlemmenes interesser. Dette medfører begrensninger i adgangen til å ha medlemmer som ikke har forbruks- eller yrkesmessig interesse i den virksomhet laget driver, d v s typisk ikke handler varer eller tjenester med laget. Om dette heter det i Marthinussen/Aarbakke (side 612) at «Også andre medlemmer kan delta i en viss utstrekning, men denne deltagelse må ikke være den vesentligste».

I tillegg til eventuell årskontingent e l kan samvirkelag ha krav om at medlemmene skal ha skutt inn kapital i laget, og eventuelt knytte innskuddet til et andelsbevis, som kan være omsettelig innenfor vedtektsfastsatte begrensninger. Ved uttreden, eksklusjon o l, vil medlemmet bare kunne kreve andelen utløst til pålydende eller tilnærmet pålydende verdi (Woxholth, Foreningsrett, side 53). Dersom et medlem trer ut av laget og får utbetalt sitt innskudd, endres ikke foreningsforholdet av denne grunn. Man sier derfor at samvirkelag har vekslende kapital. Det er ikke adgang til å dele ut kapital i henhold til relativ kapitalandel i laget. Kapitalen er delvis bundet, typisk av selskapsgjeld, slik at uttredende medlemmer ikke nødvendigvis kan kreve å få ut

hele sitt innskudd i laget. Andre kriterier, som oftest andel av handel med laget (bonus), legges til grunn for eventuell utdeling til medlemmene.

På generalforsamlingen legges prinsippet om at stemmeretten tilligger person til grunn. Det er ikke overensstemmende med de kooperative prinsipper å tildele stemmerett i forhold til hvor mye kapital hver person har i laget. Hvert medlem har således i utgangspunktet èn stemme uavhengig av kapitalandel.

Det følger av de kooperative prinsipper at laget som hovedregel bare skal handle med sine medlemmer, jf blant annet Andenæs (l.c.) om at «Handel med ikke-medlemmer er bare i begrenset utstrekning mulig». Videre heter det hos Woxholth (l.c. side 54-55):

> «Et annet kooperativt prinsipp som ligger til grunn for lovens samvirkebegrep, er at lagene skal handle med sine medlemmer og ikke med andre. Se lovens uttrykkelige krav om at det er «medlemmenes» interesser som skal fremmes ved bruk av samvirkelagsformen. Denne begrensingen har egentlig sammenheng med at medlemmene ikke bør høste økonomiske fordeler som er resultater av andres innsats. I praksis kan det oppstå grensespørsmål her.»

Samvirkelagsandeler er i prinsippet omsettelige. Dersom prinsippet om åpent medlemskap gjennomføres i praksis, vil slik omsetning imidlertid neppe være særlig praktisk.

Som følge av at samvirkelag som organisasjonsform ikke er regulert, er det ikke formkrav knyttet til stiftelsen av et samvirkelag. Det er heller ikke krav om at lagets vedtekter skal vedtas i forbindelse med stiftelsen, men det kan være naturlig at formål og lagets struktur fastsettes i stiftelsesmøtet.

Det er heller ikke gitt regler for organisering av samvirkelag. Selv om man i utgangspunktet står fritt, antar Aarbakke (l.c.) at et samvirkelag må bygges opp etter mønster av et aksjeselskap. Fordeling av myndighet på lagets organer må fastsettes i vedtekter.

Et samvirkelag er en egen juridisk person, og kan således være part i avtaler. Samvirkelaget representeres utad av et styre, men kan delegere myndighet til daglig leder dersom laget har dette.

Laget finansieres ved medlemsinnskudd, driftsinntekter og eventuelt låneopptak. Det er ikke gitt regler om kapitalkrav for samvirkelag. Størrelsen på lagets egenkapital må således fastsettes av lagets organer. Hyppighet og størrelse på innbetalinger fra lagets medlemmer må være fastsatt i lagets vedtekter. Det kan være vedtektsfestet at medlemmene skal yte et engangsbeløp i form av innskudd. Videre må det være vedtektsfestet hvis medlemmene skal kunne avkreves ekstraordinær kontingent, for eksempel til dekning av underskudd ved driften, for investeringer m v (kfr Woxholth op.cit. side 161-163). Medlemmene vil for øvrig ikke ha noen plikt til å dekke eventuell underbalanse, men har på den annen side som nevnt heller ikke rett til andel av eventuelt overskudd.

Dersom et medlem trer ut av laget vil det bero på vedtektene hvorvidt vedkommende kan kreve utbetalt sitt innskudd fra lagets kapital. Et samvirkelag kan oppløses etter vedtak i lagets medlemsmøte. Ved likvidasjon skal formuen fordeles i henhold til lagets vedtekter. Samvirkelag er et eget konkurssubjekt.

Utvalget viser ellers til at Justisdepartementet nylig har nedsatt et utvalg som skal gjennomgå samvirkelag som organisasjonsform og foreslå lovregulering av dette.

17.1.5 Stiftelser

En stiftelse er en juridisk person og består av en selveiende formuesmasse. Stiftelsen etableres ved at en formuesverdi ved en disposisjon blir stilt selvstendig til rådighet for et bestemt formål, jf stiftelsesloven § 2 første ledd. Stiftelser har ikke medlemmer eller deltakere. Det er fri etableringsrett for stiftelser.

Stiftelser er nærmere regulert i lov 23. mai 1980 nr 11 om stiftelser. Loven skiller mellom offentlige og private stiftelser. Forskjellen ligger i det at offentlige stiftelser er stadfestet av det offentlige, og at de er underlagt strengere kontroll av det offentlige enn private stiftelser. Dette gjelder særlig med hensyn til opplysningsplikt overfor tilsynsmyndighetene for styre, forretningsfører, revisor og andre organer for stiftelsen med selvstendig avgjørelses- og kontrollmyndighet, jf stiftelsesloven § 17 annet ledd.

Stiftelsesloven kapittel V gir nærmere regler om næringsdrivende stiftelser. En næringsdrivende stiftelse er definert som en stiftelse som har til formål å drive næringsvirksomhet selv, eller som driver næringsvirksomhet selv, eller som gjennom aksjer eller på annen måte har bestemmende innflytelse over næringsdrivende virksomhet utenfor stiftelsen, jf § 24 første ledd. Både offentlige og private stiftelser kan være næringsdrivende stiftelser. Det legges til grunn at børsvirksomhet organisert i en stiftelse vil utgjøre en næringsdrivende stiftelse.

Det følger av stiftelsesloven § 3 at stiftelsesloven regulerer stiftelser som helt eller delvis er opprettet av offentlig organ, med mindre Kongen gjør unntak i det enkelte tilfellet. Videre kan stiftelsesloven gis anvendelse for offentlige fond (d v s fond som offentlig organ har avsatt til bestemt formål ved bevilgning eller avgiftspålegg) dersom vedkommende myndighet bestemmer det. Det samme gjelder for institusjoner og innretninger som er opprettet av offentlig organ, eller som av andre grunner må regnes som offentlige.

En stiftelse har hverken eiere eller medlemmer. Det er vedtektenes formål som ligger til grunn for hvordan stiftelsens formue skal forvaltes. Stiftelser skal ha vedtekter som fastsetter formål og grunnkapital og regulerer forvaltning, styre o s v.

En stiftelse hefter for stiftelsens drift med hele sin formue.

Stiftelsesloven § 5 stiller krav om at det *skal* være oppnevnt et styre for stiftelsen. Stiftelsen kan også velge å ha andre organer, for eksempel råd. Næringsdrivende stiftelser skal ha ansatte representert i styret, jf § 29.

Styret har ansvar for driften og forvaltningen av formuesmassen. Aksjeloven (av 1976) §§ 8-1 til 8-16 er gitt anvendelse for styret og forretningsfører så langt det passer, jf § 28 første ledd. Fordi styret er tillagt forvaltningen av stiftelsen midler alene, vil styret i stiftelsen ha en mer omfattende myndighet enn det som er vanlig i selskaper. Styret kan imidlertid delegere myndighet til andre organer.

Næringsdrivende stiftelser, med en grunnkapital på 1 mill kroner eller mer må ha et styre med minst tre medlemmer, jf § 28 første ledd, jf aksjeloven (av 1976) § 8-1 første ledd. Loven gir ikke regler for valg av styret. Dette må eventuelt reguleres i stiftelsens vedtekter.

En næringsdrivende stiftelse skal ha daglig leder, jf stiftelsesloven § 28 første ledd jf aksjeloven (av 1976) § 8-4 første ledd.

Næringsdrivende stiftelser skal ved registrering i Foretaksregisteret ha innbetalt en grunnkapital på minst 200.000 kroner. Kongen kan dispensere dersom det foreligger særlige grunner.

Stiftelsesloven stiller ikke krav om at stiftelsens egenfinansiering skal være forsvarlig i forhold til stiftelsens virksomhet. I TfR 1984 nr 1-2 side 31 anfører Magnus Aarbakke at «det kan oppstilles en regel adressert til styremedlemmene, som pålegger disse å sørge for at stiftelsen har en egenkapital som er forsvarlig i forhold til den virksomhet stiftelsen til enhver tid driver».

For offentlige stiftelser skal grunnkapitalen være urørlig, og minst 1/10 av kapitalavkastningen skal legges til kapitalen, jf § 16 første ledd nr 4. For private stiftelser er det ikke gitt tilsvarende regler. Stiftelsens vedtekter kan imidlertid regulere slike forhold.

Stiftelsesloven regulerer ikke fremmedfinansiering. Det er lagt til grunn at stiftelser kan benytte seg av alminnelige former for fremmedfinansiering (jf Aarbakke op.cit. side 32). Videre må stiftelseskapitalen kunne økes ved gaver og overskudd ved drift. Hvis stiftelsen går med underskudd og ikke finner långivere, vil således gaver være eneste mulighet for finansiering av virksomheten.

Næringsdrivende stiftelser har regnskapsplikt, jf stiftelsesloven § 28 tredje ledd, jf regnskapsloven (av 1976) 21 A første ledd. Stiftelsesloven § 20 pålegger stiftelser med forvaltningskapital som overstiger 500.000 kroner innsendingsplikt til Fylkesmannen.

Næringsdrivende stiftelser skal ha valgt revisor, jf stiftelsesloven § 28. Aksjeloven §§ 10-1 til 10-12 er gitt anvendelse så langt de passer. Videre er næringsdrivende stiftelser underlagt tilsyn av Fylkesmannen i henhold til stiftelsesloven § 17 for offentlige stiftelser og § 22 for private stiftelser.

Som nevnt ovenfor skal offentlige stiftelser stadfestes av Kongen, evt til det organ Kongen delegerer myndigheten. Private stiftelser skal meldes til Fylkesmannen i henhold til § 18, dersom forvaltningskapitalen utgjør mer enn 50.000 kroner. Det følger videre av stiftelsesloven § 26 første ledd og foretaksregisterloven § 2-1 første ledd nr 3 at næringsdrivende stiftelser skal registreres i Foretaksregisteret. Nærmere bestemmelser om registreringsplikten er gitt i foretaksregisterloven § 3-6.

Stiftelsesloven er for tiden under revisjon. I NOU 1998:7 legger Stiftelseslovutvalget frem forslag til ny stiftelseslov. Følgende temaer er sentrale i utredningens forlag til ny stiftelseslov:

- Utvalget *går ikke inn for noen videreføring av nåværende lovs skille mellom private og offentlige stiftelser*. Det foreslås at alle stiftelser skal være underkastet et tilsyn, uten at det gjøres forskjeller basert på hvilken stiftelseskategori stiftelsen tilhører.

- Lovforslaget viderefører gjeldende lovs ordning med *særregler for næringsdrivende stiftelser*. Næringsdrivende stiftelser skal etter forslaget ha en høyere grunnkapitel enn andre stiftelser, og det stilles mer detaljerte krav når det gjelder utformingen av vedtektene og registreringsmeldingens innhold. Det foreslås videre særlige krav om aktivitetsplikt ved tap av stiftelsens kapital, særlig krav til styremedlemmenes bosted og særregler for holdingstiftelser om regnskap og revisjon.

- Det foreslås betydelige endringer i reglene om stiftelsers kapitalforhold. Alminnelige stiftelser skal etter forslaget ha en grunnkapital på 100.000 kroner. Næringsdrivende stiftelser skal ha en grunnkapital på 200.000 kroner. Stiftelsesmyndighetene skal etter forslaget kunne dispensere fra kravene til minimumskapital, men ikke lavere beløp enn 50.000 kroner. Utvalget foreslår at grunnkapitalen skal bindes i stiftelsen. Grunnkapitalen kan således ikke angripes gjennom utdeling. For å vedlikeholde grunnkapitalen foreslår utval-

get regler om obligatorisk avsetning til tilleggskapital. Minst en tiendedel av stiftelsens årsoverskudd skal legges til stiftelsens bundne kapital. Etter utvalgets lovforslag skal bare fri egenkapital kunne disponeres til utdelinger.

- Utvalget foreslår at styret fortsatt skal være et obligatorisk organ for stiftelsen.

- Utvalget foreslår at den offentlige kontroll og tilsyn med stiftelser sentraliseres i et eget organ for tilsyn med stiftelser, med en tilhørende stiftelsesklagenemnd.

17.1.6 Statsforetak

Et statsforetak er pr definisjon eneeiet av staten, jf lov 30. august 1991 nr 71 om statsforetak § 1. Dersom denne organisasjonsformen skal benyttes er det således en forutsetning at børsen i sin helhet skal være eiet av staten.

Staten kan også være eneeier i et ordinært aksjeselskap (statsaksjeselskaper). Allmennaksjeloven §§ 20-4 følgende og aksjeloven §§ 20-4 følgende har særregler for de tilfeller staten er eneste eier.

Statsforetaksloven er i stor grad bygget opp rundt aksjelovens prinsipper. Fordi det bare er en eier, og staten i henhold til § 12 er forpliktet til å dekke fordringshavere ved oppløsning av foretaket, er imidlertid de bestemmelsene i aksjeloven som skal sikre medaksjonærenes og kreditorenes interesser ikke inntatt i statsforetaksloven. Eieren, d v s vedkommende departement, utøver sin eierrett gjennom foretaksmøtet, jf § 38 første ledd.

Et statsforetak skal ha et styre og administrerende direktør. Styret velges av foretaksmøtet. De ansatte har representasjonsrett i styret på tilsvarende måte som for aksjeselskaper. Styret i statsforetak har en noe snevrere myndighet enn det vil ha i ASA og AS. I statsforetaksloven § 5 er det bestemt at et statsforetak bare kan ta opp lån eller gi garanti for så vidt det etter låneopptaket eller garantistillelsen er dekning for foretakets samlede lån og garantiansvar i verdien av foretakets eiendeler. Foretakets vedtekter kan begrense låneadgangen ytterligere, herunder foreleggelsesplikt for foretaksmøtet. Begrensningene gjelder ikke for kredittytelser med vanlig løpetid i forbindelse med forretningsavtaler eller sedvanlige garantier foretaket avgir ved levering av varer og tjenester. Saker av vesentlig betydning for foretakets formål, og saker som i vesentlig grad vil endre virksomhetens karakter og om deltakelse i selskap samarbeidsforhold hvor foretaket har et ubegrenset ansvar for den felles virksomhet eller deler av denne, må forelegges vedkommende departement skriftlig, jf § 23 tredje ledd.

Statsforetaksloven har regler om bedriftsforsamling tilsvarende aksjeselskapslovene.

Statsforetak skal ha en eller flere revisorer. Videre står foretaket under tilsyn av Riksrevisjonen.

17.1.7 Holdingmodeller

Ovenfor er det redegjort for ulike mulige modeller for organiseringen av børser. I tillegg til de enkeltformer som er skissert ovenfor kan man tenke seg børser organisert i en holdingmodell. Med holdingmodeller menes en gruppe av sammenslutninger organisert i konsernforhold med en sammenslutning som eier på toppen av organisasjonen. Den overordnede eierinstitusjonen kan enten være et rent holdingselskap, som selv ikke driver annen virksomhet enn

det å forvalte sine eierinteresser i sine datterselskaper, eller institusjonen kan selv drive børsvirksomhet, eller eventuell annen virksomhet.

Ved å benytte holdingmodeller kan man skille virksomhet fra hverandre ved hjelp av selskapsskiller. Dette kan være formålstjenlig for å redusere interessekonflikter mellom virksomheter, og for å isolere ulike former for, og grader av, risiki knyttet til de enkelte driftsområder. Videre kan det bedre fokusering og styring, samt kontroll med, ulike resultats- eller driftsområder, samt hindre uønsket kryss-subsidiering mellom slike. Endelig vil slike skiller kunne være nødvendige i konsesjonsmessig sammenheng, for eksempel hvor det er spørsmål om ulike konsesjoner for ulike deler av virksomheten.

Holdingmodellen kan bestå av en eller to av de organisasjonsformer som er gjennomgått ovenfor. Man kan tenke seg holdingmodeller der konsernspissen er et aksjeselskap, en forening, stiftelse eller statsforetak. De øvrige institusjonene i holdingmodellen må være aksjeselskaper, fordi selveiende institusjoner/stiftelser ikke kan eies av andre, statsforetak bare kan eies av staten og foreninger er lite egnet som «datterselskaper». Videre kan man organisere virksomheten med bare aksjeselskaper i konsernforhold med hverandre.

Reguleringen av holdingmodellen vil bero på hvilke organisasjonsformer som inngår i organisasjonen. Dersom aksjelovenes konsernregler skal komme til anvendelse må morselskapet være et aksjeselskap.

Aktualiteten av holdingmodeller vil i stor grad bero på i hvilken grad børsvirksomhet skal kunne drives i tilknytning til annen virksomhet. Dersom en børs ikke kan drive annen virksomhet enn ren tradisjonell børsvirksomhet vil holdingmodellen kunne være hensiktsmessig for å skille virksomheten drifts- og ansvarsmessig fra annen virksomhet som kan tenkes drevet under ett og samme holdingselskap. Det vises til den gjeldende struktur for Oslo Børs, hvor en del tilknyttet informasjonsvirksomhet er utskilt, og drives i det heleide datterselskapet Oslo Børs Informasjon AS. Videre kan ulike markeds- eller produktområder tenkes utskilt i ulike selskaper, for eksempel for henholdsvis derivatbørs og «tradisjonell» aksje- og obligasjonsbørs. Desto bredere og mer ulikeartet virksomhetsspekter børser vil kunne ha, desto større aktualitet vil holdingmodeller få.

17.2 Utvalgets vurderinger av alternative organisasjonsformer

17.2.1 Innledning

Utvalget viser til gjennomgangen av de ulike organisasjonsformer i *"Oversikt over ulike organisasjonsformer"* i kapittel 17.1.

En vesentlig forskjell mellom stiftelser, økonomiske foreninger og samvirkelag på den ene side og aksjeselskaper på den annen side, er at sistnevnte har eiere. Eierposisjonen vil normalt være kombinert med eierinnflytelse i selskapet, særlig i form av stemmerett på generalforsamlinger, og da basert på vedkommendes eierandel (innskudd kapital). Samtidig vil eierposisjonen normalt være kombinert med på den ene side risiko for fullstendig tap av den innskutte kapital og på den annen side rett til andel av virksomhetens overskudd.

Det er imidlertid en rekke begrensninger både med hensyn til eierens risiko og økonomiske rettigheter. Både for aksjonærer og for medlemmer i samvirkelag (og andre økonomiske foreninger) vil den økonomiske risiko være begrenset til den innskutte kapital (evt kontingent o l). Begge representerer forsåvidt organisasjonsformer med såkalt begrenset ansvar, ved at kreditorene i utgangspunktet kun kan holde seg til selskaps- eller lagsformuen.

For samvirkelag med medlemmer som har foretatt innskudd (og «eier» andeler i laget), vil medlemmene ved uttreden eller ved avvikling av laget normalt ikke kunne kreve tilbakebetalt mer enn det opprinnelige innskudd, mens den øvrige nettoformue må benyttes i samsvar med lagets formålsbestemmelser d v s «til samvirkeformål, eventuelt til drift av andre samvirkelag» (G. Woxholth, Foreningsrett, side 54). På den annen side vil det også for aksjeeiere være en rekke begrensninger i adgangen til å ta kapital ut av selskapet, blant annet begrunnet i hensyn til kreditorene og i krav til forsvarlig egenkapital i forhold til virksomhetens omfang og risiko. Imidlertid vil aksjeeiere som utgangspunkt ha rett til den samlede nettoformue ved oppløsning og likvidasjon av et aksjeselskap, og kan innenfor aksjelovens rammer motta utbytte fra overskudd ved driften.

Mens aksjonærer normalt har stemmeinnflytelse i selskapet i henhold til størrelsen på den innskutte kapital (aksjeeie), er det normale for medlemmer i samvirkelag (og økonomiske foreninger) at hvert medlem har én stemme uavhengig av størrelsen på eventuelt innskudd eller andre økonomiske bidrag til laget. Imidlertid vil også aksjeeiere kunne ha begrenset innflytelse i forhold til eierandel, for eksempel på basis av generelle stemmerettsbegrensninger, bruk av stemmeløse aksjer m v, samt aksjerettslige regler som setter vern for minoritetsaksjonærer.

Det typiske for aksjer er for øvrig at de kan omsettes i annenhåndsmarkedet, uten at dette påvirker selskapskapitalen. Forsåvidt går eiere «ut og inn» av selskapet, uten at dette berører selskapets egen økonomiske situasjon. For økonomiske foreninger og samvirkelag med varierende medlemstall og vekslende kapital, vil inn- og uttreden derimot normalt skje ved innbetaling av nye innskudd i laget og eventuell tilbakebetaling av tidligere innbetalt innskudd ved uttreden.

Medlemskap i økonomiske foreninger og samvirkelag kan være begrenset i henhold til lagets vedtekter, jf *"Oversikt over ulike organisasjonsformer"* i kapittel 17.1 ovenfor. Videre kan det ligge begrensninger i adgangen til medlemskap ved at samvirkelag skal drives med det formål å fremme medlemmenes interesser, hvilket begrenser adgangen til å ha medlemmer som ikke har forbruks- eller yrkesmessige interesser i den virksomhet laget rent faktisk driver (jf *"Nærmere om samvirkelag"* i kapittel 17.1.4 ovenfor).

De rene stiftelser skiller seg ytterligere fra det ovenstående ved at de hverken har medlemmer eller eiere, og således ingen slike interessegrupper som har rett til hele eller deler av stiftelsens nettoverdier.

Samtlige organisasjonsformer vil kunne finansiere sin drift og virksomhet ved overskudd fra driften, lånekapital og forsåvidt rene gaver, mens aksjeselskapet er det eneste som har mulighet til egenkapitalfinansiering ved utstedelse av nye eierandeler til eksisterende eller nye aksjonærer, og herunder opptak av konvertible lån. Lagene kan innhente kapital gjennom rekruttering av medlemmer som foretar innskudd og/eller betaler kontingent – og kan etter omstendighetene ha vedtektsfestet en rett til å innkalle ekstraordinær kontingent i særlige tilfeller – men innskuddskapitalen får annen status enn aksjekapital da den helt eller delvis kan kreves utbetalt ved uttreden av laget.

Aksjer i ett aksjeselskap vil normalt være fritt omsettelige, slik at hvem som helst kan bli eiere. Imidlertid kan det også for aksjeselskaper, gjennom såkalte personklausuler i vedtektene, fastsettes krav om at aksjeeiere skal ha visse egenskaper. Ett eksempel her er fastsettelse av generelle eierbegrensningsregler. Aksjerettslig er det videre mulig å kreve at en aksjeeier for eksempel må være børsmedlem eller ha verdipapirer notert på børsen.

Utvalget viser til *"Hovedhensyn ved regulering av børsvirksomhet"* i 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. I denne sammenheng er det videre viktig at markedsplassen har den nødvendige integritet, uavhengighet og tillit i markedet og hos brukerne.

Som drøftet ovenfor i *"Konkurransedyktighet og konkurranseorientering"* 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. Forsåvidt vil brukernes interesser ivaretas ved at eierne må se hen til brukernes behov for å sikre selskapets drift og økonomiske avkastning. Brukerne vil i tillegg kunne sikre seg direkte innflytelse gjennom aksjeeie i selskapet og representasjon i de styrende organer på dette grunnlag. For andre organisasjonsformer uten eiere vil et behov for å sikre brukerinnflytelse kunne løses ved lovregulering av representasjonsrett i markedsplassens styrende organer. Dette kan for eksempel skje gjennom å sikre relevante brukergrupper representasjonsrett i de organer som velger virksomhetens styre. Slik representasjonsrett kan også fastsettes ved organisering som aksjeselskap hvis det anses nødvendig og hensiktsmessig. Sterk og/eller ensidig brukerinnflytelse vil på den annen side ikke nødvendigvis sikre tilliten fra andre grupper eller oppfyllelsen av mer generelle samfunnsmessige interesser knyttet til markedsplassen. En tillitvekkende brukerinnflytelse vil også være betinget av at alle relevante grupper er tilstrekkelig og balansert representert. Eksisterende brukere kan videre ha begrenset interesse i utvidelse av virksomheten til andre kundeområder o l. Dette kan lede til at bedriftsøkonomiske prinsipper for virksomheten ivaretas i mindre grad.

Utvalget viser videre til drøftelsen ovenfor i *"Forhold ved den enkelte børs som fremmer konkurransedyktighet"* i kapittel 15.3.3 med vurdering av muligheter til finansiering av markedsplassens virksomhet og investeringer, i lys av behovet for å være konkurransedyktig og ha evne til tilpasninger, produktutvikling og andre nødvendige investeringer. *Utvalget* viser til det generelle synspunkt 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. 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 m v.

Den konkurransemessige og teknologiske utvikling både internasjonalt og i Norge, taler videre 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 vil påpeke at alle de ovennevnte organisasjonsformer vil ha enkeltelementer som kan fremheves som særskilt positive eller uheldige for ivaretagelsen av de hovedhensyn som *utvalget* vektlegger ved regulering av børsvirksomhet. Det påpekes imidlertid at mindre ønskelige effekter ved en gitt organisasjonsform ofte vil kunne fjernes eller begrenses ved særskilt reg-

ulering. Typisk kan risiko for en dominerende særinteresse i en markedsplass begrenses ved fastsettelse av eierbegrensningsregler for aksjeselskaper, og ved regler om representativ og balansert brukerinnflytelse i selveiende institusjoner. Variasjoner som nevnt mellom ulike organisasjonsformer kan for øvrig tilsi at det er en fordel å kunne velge mellom ulike alternativer for å drive børsvirksomhet, forutsatt at den enkelte organisasjonsform anses egnet for dette i lys av de hensyn som bør vektlegges. På den annen side anses et fritt valg blant en hvilken som helst organisasjonsform som uaktuelt, blant annet fordi dette vil kunne skape unødig uklarhet ved den enkelte børs§ rettslige struktur og rammeregulering, inkludert i forhold til den tilsynsmessige side. Som et generelt hensyn vil *utvalget* ellers nevne fordelene med en velkjent og lovfestet bakgrunns- eller rammeregulering for den aktuelle organisasjonsform, slik som typisk finnes i stiftelsesloven og aksjelovene.

17.2.2 Børsvirksomhet i aksjeselskapsform

Utvalget vil foreslå at børsvirksomhet skal kunne etableres og drives i aksjeselskapsform. Aksjeselskapet er en velkjent og velregulert juridisk organisasjonsform, og den vanligste organisasjonsform for drift av økonomisk virksomhet i Norge. Aksjeselskapsformen vil gi 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. Aksjeselskapet gir også mulighet for direkte innflytelse fra eierne til selskapets ledelse, og aktive eiere vil således kunne sikre fokus på rasjonell og økonomisk og kundeorientert drift. På den annen side vil eventuelt ensidig fokus på kortsiktig avkastning til eiere kunne svekke det langsiktige driftsgrunnlaget for børsen.

Aksjeselskapsformen gir videre bedre muligheter for egenkapitalfinansiering, gjennom adgang til utstedelse av aksjer mot nytegning, opptak av konvertible lån o l. Videre gir selskapsformen 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 m v. Aksjeselskapsformen anses videre velegnet for eventuell sammenslåing og integrasjon med andre virksomheter m v.

Endelig vises til at aksjeselskapsformen er den dominerende for andre institusjoner i det norske finansmarkedet, som forretningsbanker, verdipapirforetak, oppgjørssentraler m v. I denne sammenheng er selskapsformen også velkjent for tilsynsmyndighetene.

Også i utlandet er aksjeselskapsformen blitt den dominerende organisasjonsform for børser, jf ovenfor i *"Organisering av børsvirksomhet i enkelte andre land"* i kapittel 13. Forsåvidt vil organisering av norsk børs som aksjeselskap representere en velkjent organisasjonsform også overfor de internasjonale markeder og investorer.

Et tilleggsspørsmål er om børser skal organiseres som allmennaksjeselskap eller privat aksjeselskap.

Om hovedforskjellene mellom disse vises til *"Aksjeselskap"* i kapittel 17.1.2 ovenfor.

Utvalget antar de beste grunner taler for at børsvirksomhet i aksjeselskapsform må stiftes og drives som allmennaksjeselskap (ASA). Det vises

særlig til at børsen bør ha anledning til å innhente egenkapital ved emisjoner til allmennheten. Selskapets aksjer bør være registrert i Verdipapirsentralen, og generelt anser *utvalget* det hensiktsmessig og riktig at det strengeste regelsett med hensyn til krav til aksjekapital, styresammensetning, regnskapskrav, samt dokumentasjon m v ved kapitalforhøyelse med tingsinnskudd, fusjon og fisjon, skal komme til anvendelse for børsvirksomhet i aksjeselskapsform. Av hensyn til børsers soliditet og kapitalgrunnlag anses det ellers lite heldig å la reglene for AS om aksjonærers adgang til å kreve seg innløst av selskapet komme til anvendelse. Det vises for øvrig til at etter verdipapirhandelloven skal både verdipapirforetak og oppgjørssentraler være organisert som allmennaksjeselskap. I denne sammenheng viste departementet (i Ot prp nr 29 (1996-97) side 120) blant annet til at de mer restriktive regler om selskapsorganer m v som aksjeloven pålegger allmenne aksjeselskaper, bør gis anvendelse for oppgjørssentraler. I forhold til verdipapirforetakene viste departementet til den samme begrunnelsen (side 153).

17.2.3 Økonomisk forening/samvirkelag

Utvalget har vurdert om børsvirksomhet også bør kunne drives som samvirkelag, men har etter en samlet vurdering ikke funnet å anbefale dette.

Om de generelle forhold vedrørende samvirkelag vises særlig til *"Nærmere om samvirkelag"* i kapittel 17.1.4 ovenfor. *Utvalget* viser til at samvirkelag kontrolleres av sine medlemmer, som i all hovedsak også forutsettes å være brukerne av de tjenester virksomheten tilbyr, og ikke har eiere som et aksjeselskap. Det kan anføres at dette har både fordeler og ulemper for organisering av børsvirksomhet, i lys av de hovedhensyn som er drøftet ovenfor. Samvirkelagformen begrenser adgangen til å ta kapital ut av virksomheten, og hindrer dominans av enkeltmedlemmer ved at hvert medlem har én stemme i lagets generalforsamling, uavhengig av eventuelle kapitalinnskudd m v. Fraværet av aktive eiere, samt av krav fra eiere til avkastning på kapitalen, kan lede til svekket fokus på rasjonell og økonomisk drift. Det forhold at samvirkelaget vil ha vekslende medlemsantall og således vekslende kapitalforhold, medfører at uttreden av medlemmer kan påvirke børsens økonomiske stilling.

Et samvirkelag med medlemskontroll kan imidlertid sies å gi godt grunnlag for å sikre brukernes innflytelse over virksomheten. Forutsetningen er imidlertid at medlemskretsen er sammenfallende med brukergruppene. En medlemskrets knyttet til utstedere og børsmedlemmer (verdipapirforetak) vil imidlertid ikke sikre innflytelse fra og interessene til andre mer indirekte bruker- og interessegrupper, som for eksempel institusjonelle investorer, småsparere m v. Et problem med «ensidig» brukerinnflytelse, kan tenkes å lede til manglende tillit og integritet.

Samvirkelag vil ikke ha muligheter til egenkapitalfinansiering, og må således basere finansiering av virksomhet og investeringer på driftsoverskudd eller lånefinansiering, i tillegg til den kontingent eller innskudd som kan fås fra medlemmene.

Sentralt for *utvalget* er at samvirkelag generelt må anses som en relativt ukjent organisasjonsform, og med manglende generell lovregulering. Dette vil kunne medføre usikkerhet med børsens rettslige struktur og rammeregulering, noe som vil være uheldig både overfor nasjonale og internasjonale interessegrupper, samt i forhold til myndighetenes tilsyn med virksomheten. Videre er organisasjonsformen lite egnet for integrasjon og sammenslåing med andre børser eller infrastruktur-institusjoner i verdipapirmarkedet, og er

således lite fleksibel i forhold til behov av denne art som måtte oppstå i fremtiden.

Utvalget viser ellers til at Justisdepartementet nylig har nedsatt et utvalg som skal gjennomgå samvirkelag som organisasjonsform og foreslå lovregulering av dette. En slik generell regulering av samvirkelagsformen vil kunne skape et godt og forutberegnelig grunnlag for slike virksomheter. I dagens situasjon innebærer arbeidet imidlertid en øket usikkerhet med hensyn til innholdet av rammereguleringen for børsvirksomhet i form av samvirkelag. Det antas mest hensiktsmessig at dette i så fall vurderes når den nødvendige avklaring og lovregulering er på plass.

17.2.4 Stiftelse (selveiende institusjon)

Om de generelle karakteristika ved stiftelser vises til *"Stiftelser"* i kapittel 17.1.5 ovenfor.

Utvalget viser til at selveiende stiftelser kan anses særlig egnet for virksomhet som skal være nøytral og uavhengig av brukere, eiere og andre ulike særinteresser. De ulike interessegruppers innflytelse over virksomheten må således søkes regulert gjennom retningslinjer for oppnevnelse til stiftelsens styrende organer, i vedtekter eller lovgivning.

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.

Endelig viser *utvalget* til at stiftelsesformen som den eneste tillatte organisasjonsform for børsvirksomhet, etter *utvalgets* syn vil gi et svakt reelt grunnlag for konkurranse i Norge mellom ulike børser. Ved nystiftelser må den nødvendige grunn-/egenkapital tilføres stiftelsen som gavedisposisjon.

Utvalget viser ellers til at Oslo Børs i dag er en selveiende institusjon i henhold til den gjeldende børslov. 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 vil således foreslå at det skal kunne drives børsvirksomhet organisert som selveiende institusjon. Videreføringen av en slik organisasjonsform leder til at det da også vil være mulig for andre å starte konkurrerende virksomhet i samme organisasjonsform. Formen selveiende institusjon, som nærmere regulert i børsloven, vil således bli et generelt alternativ for etablering og drift av børsvirksomhet i Norge.

Samtidig foreslås børslovens regulering av selve virksomheten, organiseringen av denne, ledelse og kapitalkrav m v, i største mulig grad å være felles med børsvirksomhet organisert som aksjeselskap. Det vises til *utvalgets* nærmere drøftelser i *"Organisering, organer og ledelse"* i kapittel 18, 19 og 20 nedenfor.

Utvalget viser for øvrig til det pågående arbeid med revisjon av den gjeldende stiftelseslov, jf om NOU 1998:7 i *"Stiftelser"* i kapittel 17.1.5 ovenfor. Dette gjør det vanskelig for *utvalget* å vurdere nærmere hvilke rammebetingelser stiftelsesloven alene ville gitt børsvirksomhet i ren stiftelsesform. I lys av dette, og at børsvirksomhet i form av selveiende institusjon er en videreføring av den gjeldende børslovsregulering, finner *utvalget* det hensiktsmessig at selve børsloven fortsatt skal gi den grunnleggende regulering for selveiende institusjoner som driver børsvirksomhet (forsåvidt ikke børsloven viser til regler i stiftelsesloven eller aksjelovgivningen).

17.2.5 Andre organisasjonsformer

Utvalget har i *"Statsforetak"* i kapittel 17.1.6 gitt en kort redegjørelse for statsforetak som organisasjonsform. Som påpekt der forutsetter denne organisasjonsformen at virksomheten – børsen – skal være eiet av staten.

Utvalget har ikke funnet grunnlag for å foreslå en omdannelse av den eksisterende Oslo Børs til statsforetak. Som nevnt i *"Vederlag for aksjer og anvendelse av proveny"* i kapittel 25.5.3 nedenfor, er det for øvrig et spørsmål om det vil være adgang til å lovfeste at børsens formue skal overføres vederlagsfritt til staten. For øvrig finner *utvalget* ikke grunn til å vurdere hvorvidt staten kan eller bør eie og drive børsvirksomhet.

Kapittel 18

Organisering, organer og ledelse

18.1 Innledning

Som det fremgår av *"Utvalgets vurderinger av alternative organisasjonsformer"* i kapittel 17.2 foreslår *utvalget* at børs skal organiseres som allmennaksjeselskap eller som selveiende institusjon. De alminnelige vilkår for konsesjon som omhandlet i *"Konsesjonsbehandling"* i kapittel 23 og krav i forbindelse med kapital og eiere i *"Eiere og kapitalforhold"* i kapittel 19 foreslås å gjelde for begge organiseringsformer så langt det passer. Som det fremgår av *"Børsers virksomhet, oppgaver og myndighet"* i kapittel 20 og *"Klageordninger, børsers sanksjonsmuligheter og forholdet til forvaltningslovgivningen"* i 21 er det lagt opp til at børsers oppgaver, sanksjonsmuligheter og forholdet til forvaltningslovgivningen skal være det samme uansett organisasjonsform. Det samme gjelder forslaget om at børser skal undergis alminnelig tilsyn av Kredittilsynet, jf *"Tilsyn med børser og autoriserte markedsplasser"* i kapittel 24.

At det foreslås alternative organisasjonsformer betyr imidlertid at disse dels vil være underlagt ulik regulering. For børser organisert som allmennaksjeselskap vil i utgangspunktet allmennaksjelovens regler komme til anvendelse med mindre noe annet fastsettes i børsloven (eller annen særlovregulering). For børser organisert som selveiende institusjon må det imidlertid fremgå av børsloven om organiseringen skal reguleres av uttømmende regler i børsloven, stiftelseslovgivningen eller aksjelovgivningen, eller en kombinasjon av alle.

18.2 Forholdet til aksjelovgivningen og stiftelseslovgivningen

18.2.1 Børs organisert som allmennaksjeselskap

For børs organisert som allmennaksjeselskap vil lov om allmennaksjeselskaper gjelde med mindre annet følger av bestemmelser i børsloven eller annen særlovgivning. Det vises til *"Aksjeselskap"* i kapittel 17.1.2 hvor hovedtrekkene i allmennaksjeloven er beskrevet. Dette innebærer blant annet at lovens krav til stiftelse, kapital, organer, beslutninger, forholdet mellom aksjeeiere og foretak, ansvar, regnskap og revisjon i stor grad kan erstatte den uttrykkelige regulering som er i dagens børslov *"Sammendrag"* i kapittel 2. I den grad allmennaksjeloven åpner for alternativ regulering gjennom vedtektsbestemmelser, vil dette også gjelde for børser så lenge dette ikke er i strid med børsloven.

Som en generell regel foreslår *utvalget* at vedtektene og endringer i disse skal godkjennes av Kongen (konsesjonsmyndigheten), dog slik at dette kan fravikes i forskrift, jf lovutkastet § 3-5.

18.2.2 Børs organisert som selveiende institusjon

For børs organisert som selveiende institusjon, foreslås som nevnt i *"Børsvirksomhet i aksjeselskapsform"* i kapittel 17.2.2, at børslovens regulering av selve virksomheten, organiseringen av denne, ledelse og kapitalkrav m v, i størst

mulig grad foreslås felles med børsvirksomhet organisert som allmennaksjeselskap.

Dagens børslov har som utgangspunkt å være en uttømmende regulering av børsers styring og organisasjon. Det vises til NOU 1985:33 side 98 der daværende børslovutvalg la til grunn at det ikke ville ha vesentlig betydning om børsen er stiftelse eller offentlig fond, ettersom børsloven som den spesielle lov ville gå foran stiftelsesloven, og børsloven ville regulere alle spørsmål av betydning for børsens styring og organisasjon. Departementet sa seg i hovedsak enig med utvalget i disse synspunkter, jf Ot prp nr 83 (86-87) side 90. Finanskomitéen kommenterte ikke problemstillingen uttrykkelig. Ut fra forarbeidenes forutsetninger og at stiftelsesloven både gjelder stiftelser og offentlige fond synes det naturlig å anvende stiftelsesloven på børsloven så langt det passer.

Utvalget har vurdert om bakgrunnsrett for børs som er selveiende institusjon bør være stiftelsesloven, aksjeloven/allmennaksjeloven, eller om børsloven skal søke å regulere organisasjonsformen uttømmende.

For sammenligning med andre selveiende institusjoner vises til at Banklovkommisjonen i NOU 1998:14 har foreslått at aksjeloven med visse unntak skal gjelde for finansforetak som ikke er organisert som allmenaksjeselskap (f eks sparebank og gjensidig forsikringsselskap) «så langt den passer, når ikke annet følger av bestemmelse gitt i eller i medhold av lov», jf utkast til lov om finansforetak § 1-5. I tillegg til generelle unntak som særlig gjelder aksjelovens regler om aksjeeierne (aksjeloven kapittel 4) og om kapitalforhøyelse (aksjeloven kapittel 10), er det i utkastet til lov om finansforetak også foreslått en rekke særregler som gjelder finansforetak uavhengig av organisasjonsform. Endelig er det foreslått at stiftelsesloven ikke skal gjelde for finansforetak organisert som selveiende institusjon.

Etter *utvalget*s oppfatning har børs som selveiende institusjon fellestrekk med både stiftelser og aksjeselskap/allmennaksjeselskap, noe som kan gjøre det vanskelig å gi en lov generell anvendelse i den grad det ikke gis spesielle regler. Av konkurransemessige hensyn bør i stor grad rammevilkårene for børs organisert som selveiende stiftelse være like de som gjelder for børser organisert som allmennaksjeselskap.

Stiftelser er etter stiftelsesloven underlagt offentlig tilsyn, som er fylkesmannen etter gjeldende lov, og et offentlig Stiftelsestilsyn i utkast til ny lov, jf NOU 1998:7 om stiftelser. *Utvalget* kan ikke se at det er behov for eller hensiktsmessig med slikt tilsyn i stedet for eller ved siden av det offentlige tilsyn som foreslås for børser uavhengig av organisasjonsform, jf *"Tilsyn med børser og autoriserte markedsplasser"* i kapittel 24.

Utvalget erkjenner også at det kan være hensiktsmessig at børsers organisering er regulert av regler der det foreligger gjennomarbeidet lovgivning og praksis. Dette vil kunne lette praktiseringen av loven, og gi øket forutberegnelighet uten å lage et for omfattende regelverk spesielt for børser organisert som selveiende institusjoner.

Ny allmennaksjelov og aksjelov trer i kraft ved årsskiftet 1998/99, mens utkast til ny lov om stiftelser vil være til behandling i Justisdepartementet basert på NOU 1998:7. I lys av dette og at børsvirksomhet i form av selveiende institusjon er en videreføring av den gjeldende børslovsregulering, finner *utvalget* det hensiktsmessig at stiftelseslovgivningen ikke gis generell angivelse på børs som selveiende institusjon. Det vises også til drøftelsene i *"Stiftelse (selveiende institusjon)"* i kapittel 17.2.4 ovenfor.

Utvalget finner at allmennaksjeloven i forhold til de fleste organisatoriske spørsmål vil være relevant også for selveiende institusjon. Det vises blant annet til at allmennaksjeloven i hovedsak gir mer detaljerte og omfattende organisatoriske regler enn stiftelsesloven, og at det er disse som vil gjelde for børs organisert som allmennaksjeselskap. Samtidig vises til Banklovkommisjonens forslag (NOU 1998:14) hvor aksjeloven og ikke stiftelsesloven er gitt anvendelse på finansforetak som er selveiende institusjoner. *Utvalget* foreslår at loven gis anvendelse så langt det passer, når annet ikke følger av bestemmelse gitt i eller i medhold av lov. I hvilke tilfelle allmennaksjeloven ikke er relevant vil enten fremgå klart av sammenhengen, f eks fordi det refereres til aksjer og aksjeeiere, eller det finnes en uttrykkelig særbestemmelse i børsloven. I tråd med dette foreslås at følgende kapitaler i allmennaksjeloven ikke gis anvendelse: *"Innledning og oversikt – behovet for et effektivt og velfungerende marked for verdipapirer i Norge"* i kapittel 4 om aksjeeiere m v, *"Nærmere om børsens oppgaver og virksomhet"* i kapittel 9 om egne aksjer, *"Nærmere om børsens forretningsmessige drift og administrasjon"* i kapittel 10 om forhøyelse av aksjekapitalen, *"Andre institusjoner i markedet for verdipapirer og varederivater i Norge"* i kapittel 11 om finansielle instrumenter, *"Internasjonale rammebetingelser for børsvirksomhet"* i kapittel 12 om nedsettelse av aksjekapitalen og *"Børsers virksomhet, oppgaver og myndighet"* i kapittel 20 som har særlige bestemmelser om skipsfartsselskaper, se lovutkastets § 1-4.

At allmennaksjeloven gjelder så langt den passer innebærer at den selveiende institusjon skal ha fastsatt vedtekter, jf allmennaksjeloven § 2-2 kf ellers utkast til finansforetaksloven § 4-5 (1) og (3) i NOU 1998:14. I tillegg til de angitte kravene foreslår *utvalget* at vedtektene blant annet skal angi hvordan generalforsamlingen velges, og hva som er grunnkapitalens størrelse, se lovutkastet § 3-5. Som det fremgår i *"Børs organisert som allmennaksjeselskap"* i kapittel 18.2.1 skal vedtektene og vedtektsendringer godkjennes av konsesjonsmyndigheten.

Utvalget har vurdert om det for børs som selveiende institusjon bør lovreguleres at virksomheten skal være «not for profit», altså ikke ha overskudd som formål, jf forsåvidt de begrensninger som ligger i dagens børslov § 5-1 vedrørende avgiftfastsettelsen, se omtale i *"Finansiering av børsens virksomhet"* i kapittel 10.3 ovenfor. *Utvalget* har ikke funnet grunnlag for dette, og mener at den lovmessige regulering av dette prinsipielt sett bør være uavhengig av organisasjonsform. En slik begrensning vil også kunne være problematisk i forhold til et ønske og behov for å bygge opp soliditet med tanke på fremtidige investeringer og inntektssvikt m v. Det kan her blant annet oppstå konflikter mellom børsen og brukere/kunder som ikke er direkte representert i børsens besluttede organer. I den utstrekning et «not-for profit» formål er ønsket, kan dette fastsettes og reguleres nærmere i børsens vedtekter etter beslutning av børsens egne organer. Børsen må da også hensynta eventuelle skattemessige konsekvenser av den løsning som velges. Det bemerkes at også børs som allmennaksjeselskap kan ha slike vedtektsbestemmelser.

18.3 Generalforsamling

18.3.1 Børs organisert som allmennaksjeselskap

Generalforsamlingen er selskapets øverste organ, hvis oppgaver og myndighet m m fremgår av allmennaksjeloven kapittel 5. Det vises til nærmere beskrivelse i *"Aksjeselskap"* i kapittel 17.1.2. Disse reglene vil også gjelde for

børs organisert som allmennaksjeselskap. *Utvalget* har ikke funnet grunn til å foreslå særregler om dette, annet enn de stemmerettsbegrensninger som er omtalt i *"Eiere og kapitalforhold"* i kapittel 19, og som gjelder generelt uavhengig av organisasjonsform.

18.3.2 Børs organisert som selveiende institusjon

I utgangspunktet foreslår *utvalget* at allmennaksjeloven kapittel 5 om generalforsamlinger skal gjelde så langt det passer også for børs organisert som selveiende institusjon. For børs organisert som selveiende institusjon er et spørsmål i hvilken utstrekning gjeldende lovs bestemmelser om børsrådet skal videreføres i ny lov.

I stor grad gjelder aksjelovens fordeling av myndighet mellom styrende organer for børsen etter gjeldende lov. Børsrådet er imidlertid tillagt noe flere oppgaver enn generalforsamlingen i et aksjeselskap. Børsrådet skal blant annet føre tilsyn med børsstyrets og børsdirektørens forvaltning av børser, som er en oppgave aksjeloven legger til bedriftsforsamlingen hvor slikt organ er påkrevet. Dessuten skal børsrådet vedta budsjett, og fastsette børsens avgifter fra brukerne. Børsrådet ivaretar således i en viss utstrekning også det offentlige institusjonstilsynet, i tillegg til det interne tilsynet med forretningsdrift m v. Det vises til nærmere omtale i *"Børsrådet"* i kapittel 8.3.2. og *"Børsstyret"* i 8.3.3.

Utvalget foreslår at foretak organisert som selveiende institusjon skal ha organer som i størst mulig grad samsvarer med de organer som gjelder for allmennaksjeselskap. Børsrådet foreslås derfor erstattet av en generalforsamling som bare skal ha ansvar som overordnet selskapsorgan, se lovutkastet § 3-2. Det foreslås at det i vedtektene kan fastsettes et annet navn enn generalforsamling for dette organet. Offentlig tilsyn forutsettes ivaretatt gjennom regler om tilsyn som er beskrevet i *"Tilsyn med børser og autoriserte markedsplasser"* i kapittel 24. Om interne tilsynsorganer vises ellers til *"Særskilte organer – kontrollkomité m m"* i kapittel 18.7 nedenfor.

Utvalget foreslår at dagens ordning med brukerrepresentasjon i børsrådet i hovedtrekk videreføres i de nye reglene om generalforsamlingen. Det er brukerne som antas å ha størst interesse i at en selveiende børs fungerer på en betryggende måte. Siden børsrådets ansvar for også å ivareta deler av det offentliges tilsynsinteresser ikke foreslås videreført, er det heller ikke naturlig at det offentlige er representert i egenskap av å være offentlig myndighet. At det offentlige kan være representert som bruker, for eksempel som utsteder av børsnoterte statsobligasjonslån, er imidlertid noe annet.

Utvalget foreslår ingen direkte lovfesting av hvilke bruker- og interessegrupper som skal være representert, og heller ikke hvordan disse skal velges/oppnevnes. Dette kan tenkes fastsatt i vedtektene etter ulike modeller, hvor et eksempel er dagens ordning med offentlig oppnevning basert på forslag fra interesseorganisasjoner etter en nærmere fastsatt nøkkel. En annen mulighet er som i sparebanker, verdipapirfond m v, hvor det arrangeres valgmøter hvor nærmere definerte brukere har stemmerett. Det vil for eksempel kunne velges representanter fra såvel børsmedlemmer, utstedere samt investorer. *Utvalget* anser det mest hensiktsmessig at den nærmere utforming av dette reguleres i vedtektene, som skal godkjennes av tilsyns-/konsesjonsmyndigheten. I selve loven foreslås inntatt de mer overordnede regningslinjer ved at det ved reguleringen av dette i vedtektene skal legges vekt på at de valgte medlemmer til sammen avspeiler børsens kundestruktur og andre interesseg-

rupper samt dens samfunnsfunksjon. Dertil foreslås som for børsrådet i dag at Kongen i forskrift kan gi nærmere regler om valg av medlemmer og varamedlemmer til generalforsamlingen. Det vises til lovutkastet § 3-2 annet ledd.

I forhold til dagens børsråd, har de ansatte en særskilt representasjon i medhold av børslovens § 2-1. Det følger av denne at børsrådet suppleres med to medlemmer valgt av og blant de ansatte ved børsen, ved behandlingen av «administrative saker». Etter *utvalget*s forslag vil allmennaksjelovens regler om generalforsamlinger også gjelde for generalforsamlingen i børs organisert som selveiende institusjon. Generalforsamlingens kompetanse og oppgaver vil således være tilsvarende som for generalforsamlingen i et ordinært aksjeselskap. Det er her ingen regler om representasjon for foretakets ansatte, med mindre de deltar i egenskap av aksjonærer i selskapet. På den annen side vises til at de ansatte vil ha ordinær representasjonsrett i foretakets styre etter allmennaksjelovens regler, uavhengig av organisasjonsform, jf nærmere nedenfor i *"Styret"* i kapittel 18.5. *Utvalget* antar etter dette at det da ikke er grunnlag for regulering av særskilt representasjon for de ansatte i generalforsamlingen for børs som er organisert som selveiende institusjon.

For børs organisert som selveiende institusjon bør også det minste antall representanter generalforsamlingen skal bestå av reguleres i lov. *Utvalget* antar et krav om minst 15 medlemmer som hensiktsmessig i forhold til den rolle og funksjon samt representativitet generalforsamlingen skal ha. Det kan imidlertid fastsettes høyere antall i vedtektene.

Generalforsamlingens viktigste oppgaver vil som for allmennaksjeselskapet være å velge styre, godkjenne årsregnskap og årsberetning, samt vedta eventuelle endringer i vedtektene. Generalforsamlingen vil være foretakets øverste organ. Etter *utvalget*s oppfatning er det lite hensiktsmessig at generalforsamlingen gis ansvar for å vedta børsens budsjett, og å fastsette avgifter. At børsrådet i dag har et slikt ansvar, antas å være en følge av at børsrådet også dels ivaretar offentlige tilsynsinteresser, noe som ikke vil være aktuelt under en ny lov. Forsåvidt gjelder fastsettelse av lovbestemte avgifter, foreslås denne ordningen erstattet med vederlag fastsatt av børsen på forretningsmessig grunnlag.

18.4 Bedriftsforsamling

Allmennaksjeloven har regler om når foretak har plikt til å ha bedriftsforsamling, og særregler for selskaper som har slikt organ. Det vises til omtale i *"Aksjeselskap"* i kapittel 17.1.2. Formålet med bestemmelsene er å gi ansatte innflytelse. I de nye aksjelovene er det ikke regler om representantskap. For finansforetak foreslår Banklovkommisjonen i NOU 1998:14 bestemmelser om et organ med tilsvarende oppgaver som bedriftsforsamlingen, som i lovforslaget kalles foretaksforsamling. 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 ikke har bedriftsforsamling og selskapet har flere enn 30 ansatte, jf nedenfor *"Styret"* i kapittel 18.5.

Utvalget foreslår at det ikke gis særregler om bedriftsforsamling for børser, slik at allmennaksjelovens ordinære regler vil gjelde. *Utvalget* vil likevel vise til Banklovkommisjonens forslag som et aktuelt alternativ, jf ovenfor, men foreslår ikke å lovfeste dette. Det vises til at bedriftsforsamling kan ha visse ulemper som må avveies mot formålet med slikt organ. Blant annet er det større risiko for spredning av konfidensielle opplysninger når det skal behandles av et såvidt stort organ som en bedriftsforsamling. I saker som gjelder foretakets virksomhet, kan det i enkelte tilfelle også være uklart om beslutningskompetansen ligger til bedriftsforsamling eller styret. Det vises til at det er bedriftsforsamlingen som etter forslag fra styret skal treffe vedtak i saker som gjelder «investeringer av betydelig omfang i forhold til selskapets ressurser», og «rasjonalisering eller omlegging av driften som vil medføre større endring eller omdisponering av arbeidsstyrken», jf allmennaksjeloven § 6-37 fjerde ledd.

18.5 Styret

Allmennaksjeloven kapittel 6 inneholder regler om styret, jf omtale i *"Aksjeselskap"* i kapittel 17.1.2.

Mellom styre og daglig leder (børsdirektør) synes bestemmelser i dagens børslov fullt ut å tilsvare aksjelovens bestemmelser, selv om formuleringene har en noe forskjellig utforming, jf børsloven §§ 2-7 og 2-8 og aksjeloven av 1976 § 8-7 og 8-12. Visse unntak følger dog av bestemmelser som legger enkelte særskilte avgjørelser til børsdirektøren, jf børsloven §§ 4-6 og 4-7.

Utvalget har ikke funnet grunn til å foreslå lovfestede avvik fra allmennaksjelovens regler om styrets oppgaver, eller om fordeling av myndighet i forhold mellom styret og generalforsamling eller i forhold mellom styre og daglig ledelse. Forsåvidt gjelder børsens utøvelse av forvaltningsmyndighet har *utvalget* foreslått 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 m v. Det vises til nærmere omtale av dette i *"Innledning"* i kapittel 20.4.1.

Etter dagens børslov velges styret av børsrådet. Etter *utvalget*s forslag vil styret velges av generalforsamlingen, uansett hvilken organisasjonsform som velges. Allmennaksjeselskap skal etter allmennaksjeloven § 6-1 ha minst tre medlemmer. 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 Banklovkommisjonen 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 børser må forventes å ha, kan det etter *utvalget*s oppfatning være behov for et større styre enn lovens minimum. *Utvalget* foreslår derfor at styret i norsk børs skal bestå av minst fem medlemmer, jf også kravet i gjeldende børslov § 2-2 om fem til syv medlemmer, se lovutkastet § 3-3. Den enkelte børs må imidlertid ut fra sin situasjon vurdere om det f eks ut fra risiko for at styret på grunn av habilitetsmangler ikke skal være vedtaksdyktig, skal vedtektsfestes et høyere antall.

Etter allmennaksjeloven kan daglig leder ikke velges til styreleder. Loven forhindrer ikke daglig leder fra å være medlem av styret. Banklovkommis-

jonen har i NOU 1998:14 foreslått at daglig leder ikke skal kunne være medlem at styret i finansforetak. I begrunnelsen (side 94) heter det:

> «Bakgrunnen for forslag et 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, og foreslår derfor at daglig leder ikke kan være medlem av styret. Det vises til at det følger av allmennaksjeloven § 6-19 fjerde ledd at «daglig leder har rett og plikt til å delta i styrets behandling av saker og til å uttale seg, med mindre annet er bestemt av styret i den enkelte sak».

Utvalget antar at det ikke er behov for særregler for ansatterepresentasjon i styret utover de ordinære regler i allmennaksjeloven §§ 6-4 og 6-5. De ansatte vil da ha rett til å velge et antall styremedlemmer og observatører som avhenger av antall ansatte, dersom børsen ikke har bedriftsforsamling, og har mer enn 30 ansatte. Har børsen flere enn 200 ansatte og ikke bedriftsforsamling, er det dessuten en plikt til å ha ansatterepresentanter i styret, uavhengig av de ansattes eget ønske. 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 andre ledd.

I reguleringen av institusjoner som er aktører i finansmarkedet er det som hovedregel stilt særlige krav i loven til styremedlemmenes og ledelsens kvalifikasjoner. Det er gitt regler om dette i verdipapirhandelloven § 6-1 for oppgjørssentraler, § 7-2 for verdipapirforetak, § 8 i forretningsbankloven, § 3 i sparebankloven og § 3-3 i finansieringsvirksomhetsloven. Etter Banklovkommisjonens forslag til ny lov om finansforetak § 3-9 skal tillatelse etter loven nektes blant annet dersom

> « [...] styremedlemmene, daglig leder eller andre personer som skal delta i ledelsen av virksomheten eller deler av denne:
> a) ikke kan antas å ha de nødvendige kvalifikasjoner og yrkeserfaring til å utøve stillingen eller vervet, eller
> b) ved straffbart forhold eller annen utilbørlig atferd gir grunn til å anta at stillingen eller vervet ikke vil kunne ivaretas på forsvarlig måte»

Om oppgjørssentral heter det i verdipapirhandelloven § 6-1 tredje ledd at «Den som faktisk leder oppgjørsvirksomheten skal ha relevant erfaring og ha ført en hederlig vandel».

I den danske verdipapirhandelloven § 9 er tilsvarende krav stilt «direktion og bestyrelse» i verdipapirforetak, børser, regulerte markedsplasser og oppgjørssentraler. Den svenske børs og clearingloven er på dette punkt nylig endret, slik at børser, regulerte markedsplasser og clearingsentraler nå er underlagt regler om egnethetsvurdering av ledelsen. Slike regler har tidligere bare hatt direkte anvendelse for finansinstitusjoner og verdipapirforetak i Sverige, men det var forutsatt i forarbeidene at dette var et vurderingstema i konsesjonsbehandlingen for markedsplassene.

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 god vandel som borger for vedkommendes integritet. *Utvalget* mener derfor at regler om egnethetsvurdering av ledelsen slik det er for finansinstitusjoner, oppgjørssentraler og verdipapirforetak også bør gjelde for børser. Med dette oppnås ensartede regler som følge av sammenfallende bakenforliggende hensyn. Det vises til *utvalget*s utkast til § 3-3 annet ledd.

18.6 Daglig ledelse

Allmennaksjeselskap skal ha daglig leder som står for den daglige ledelse av selskapet. Det vises til *"Aksjeselskap"* i kapittel 17.1.2 og allmennaksjeloven kapittel 6. Etter allmennaksjeloven § 2-2 kan selskapet ha flere daglige ledere som skal fungere som et kollektivt organ. Bestemmelser i dagens børslov om børsdirektøren tilsvarer i hovedsak tilsvarende aksjerettslige bestemmelser om daglig leder, jf *"Børsdirektøren"* i kapittel 8.3.4.

Utvalget foreslår ingen særregler forsåvidt gjelder den daglige ledelse i forhold til det som gjelder etter allmennaksjeloven. *Utvalget* foreslår derfor at benevnelsene børsdirektør og stedfortredende børsdirektør utgår som lovbestemte titler, uten at det forhindrer at den enkelte børs fastsetter særskilte benevnelser på den daglige ledelse. Dagens bestemmelser om at børsdirektør og børsdirektørens stedfortreder ansettes på åremål foreslås erstattet av allmennaksjelovens system. Det vil altså ikke lenger være lovfestet krav om en stedfortredende børsdirektør, men en slik stilling kan om ønskelig reguleres i foretakets vedtekter.

Utvalget foreslår at de krav til kvalifikasjoner og vandel som er foreslått for styremedlemmer, skal gjelde tilsvarende for børsens daglige leder og andre som faktisk deltar i ledelsen av børsen. Det vises til *utvalget*s drøftelse av dette for styremedlemmene, jf ovenfor i *"Styret"* i kapittel 18.5. De samme hensyn tilsier at dette også bør gjelde daglig ledelse.

I utgangspunktet legger *utvalget* til grunn at ansettelse av daglig leder i en markedsplass tilligger styret, og at daglig leder tilsetter den øvrige ledelsen. *Utvalget* finner det ikke tvilsomt at disse elementer som et egnethetskrav omfatter vil bli hensyntatt i ordinære tilsetningsprosesser. På samme måte som for finansinstitusjoner, oppgjørssentraler og verdipapirforetak, anser *utvalget* det likevel hensiktsmessig at bestemmelsen også gjelder den daglige ledelse. Det vises til lovutkastet § 3-3 annet ledd.

18.7 Særskilte organer – kontrollkomité m m

Som det fremgår av *"Former for organisering av børsvirksomhet"* i kapittel 17, vil de fleste organiseringsformer være fleksible med hensyn til organsammensetningen i institusjonen. Normalstrukturen er at det er et eiermøte, d v s generalforsamling, medlemsmøte eller sameiermøte, og at det er et styre. For aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper stilles det i visse tilfeller krav om representantskap. Det er imidlertid ikke forbud i sammenslutningsretten mot at det kan opprettes flere organer enn det som er minimumskravene i lovgivningen. Dette forutsetter imidlertid at nye organer ikke tillegges myndighet som i henhold til sammenslutningsretten skal utøves av bestemte organer. Dersom man ønsker å fravike kravene til organsammensetningen fra

minimumskravene i særreguleringen av den aktuelle sammenslutning, må dette fastsettes i børsloven. Børsloven får dermed forrang i forhold til den aktuelle særreguleringen. Særregulering av organsammensetningen forekommer blant annet i banklovgivningen og finansinstitusjonslovgivningen for øvrig.

Behovet for særlige organer vil være aktuelt i forhold til representasjon fra brukere og allmennheten, og for kontrolloppgaver. Representantskap, jf ovenfor, er et typisk eksempel på det første, mens kontrollkomiteer er typisk for det andre. Disse organene kan gis en rådgivende funksjon, eller de kan gis vetorett eller avgjørelsesmyndighet dersom dette er tillatt i henhold til reguleringen av den aktuelle sammenslutning, eventuelt ved særregulering i børsloven.

Særorganer kan også opprettes med det for øyet å begrense interessekonflikter. Dersom det opprettes egne disiplinærnemnder, eller klageinstanser, oppnevnt av f eks det offentlige, eller de ulike brukergruppene, vil organet oppfattes som nøytralt. Man reduserer dermed faren for interessekonflikter mellom de ulike interessegrupper som har et forhold til markedsplassen.

Kontrollkomité

Kontrollkomite har frem til i dag vært et lovkrav for kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper, Verdipapirsentralen og oppgjørssentraler. Behovet for en kontrollkomite ble sist vurdert for oppgjørssentraler ved revisjon av verdipapirhandelloven. Ordningen med kontrollkomite for oppgjørssentraler ble videreført i den nye loven. I Ot prp nr 29 (1996-97) side 119 heter det:

> «Utvalget foreslår å videreføre loven i opsjonsforskriften § 5-2 (3) om at sentralen skal ha en kontrollkomité valgt av generalforsamlingen. Utvalget uttaler i denne forbindelse (NOU 1996:2 s. 183):
>
> «Kontrollkomiteen må ses som et særskilt sikkerhetsorgan som skal påse at virksomheten drives forsvarlig. Utvalget viser til den betydning en oppgjørssentral vil ha i markedet, og legger til grunn at det er behov for et slikt særskilt kontrollorgan i denne type virksomhet. Gjeldende bestemmelse om at kontrollkomiteen skal godkjennes av Kredittilsynet foreslås opphevet. I stedet foreslås det at generalforsamlingen skal fastsette instruks for kontrollkomiteen og at denne instruksen skal godkjennes av Kredittilsynet. Det foreslås for øvrig en presisering av kontrollkomiteens oppgaver. I samsvar med tilsvarende bestemmelse i forsikringsvirksomhetsloven foreslås det fastsatt at kontrollkomiteen skal føre tilsyn med oppgjørssentralens virksomhet og påse at den følger lover, forskrifter og vilkår, samt vedtekter og vedtak i selskapets besluttende organer.»
>
> Ettersom det foreslås at virksomheten må organiseres som aksjeselskap, går ikke utvalget inn for regler om andre selskapsorganer enn kontrollkomité. Utvalget viser til at regler om selskapsorganer vil fremgå av aksjelovens alminnelige bestemmelser.»

Videre heter det på side 120:

> «I likhet med utvalget legger departementet til grunn at oppgjørssentral bør ha en kontrollkomite. Denne type virksomhet er etter departementets syn av en slik betydning for markedet at det bør kreves et særskilt sikkerhetsorgan som skal påse at virksomheten drives forsvarlig. Ingen av høringsinstansene har hatt merknader til utvalgets forslag på dette punktet.»

Etter dette har Banklovkommisjonen vurdert ordningen med kontrollkomitéer for finansinstitusjoner i NOU 1998:4 Finansforetak. På side 96 annen spalte heter det:

> «Kommisjonen har vurdert om det fortsatt er behov for å kreve at finansinstitusjoner/finansforetak skal ha egen kontrollkomité eller om disse oppgavene kan utføres av andre. Erfaringene med kontrollkomitéer er varierende. Det har vist seg at kontrollkomitéen i en del tilfeller har vært svært knyttet til og avhengig av institusjonens administrasjon. Dette kan føre til at komitéen bare vurderer de saker som administrasjonen legger frem, og i liten grad på selvstendig grunnlag vurderer institusjonens samlede virksomhet. Den objektive kontrollfunksjonen som en kontrollkomité skal ha vil da svekkes. På den annen side er det blitt hevdet at kontrollkomitéen i enkelte tilfeller har vært så aktiv og detaljorientert i sin kontroll og oppfølging av styrets arbeid, at styret har følt dette som utidig innblanding i styrets ordinære oppgaver. Mot en ordning med kontrollkomité er det også anført at det er en særnorsk ordning. Som det fremgår av *"Oppgjør og levering av børsnoterte finansielle instrumenter"* i kapittel 7.4, har verken EU eller noen av de andre nordiske landene stilt krav om at finansinstitusjoner/finansforetak skal ha en kontrollkomitéordning e.l. Det er også blitt anført at finansinstitusjoner/finansforetak i forhold til andre selskaper er underlagt omfattende offentlig tilsyn, og at behovet for ytterligere kontroll derfor ikke anses nødvendig. Videre er det anført at kravet om kontrollkomitéer er ressurskrevende sett i forhold til utbytte av ordningen.»

På side 97 heter det:

> «For en videreføring av kontrollkomitéordningen kan det anføres at ordningen i mange tilfeller har fungert og fungerer svært bra. Kontrollkomitéens forebyggende funksjon, i den forstand at komitéens eksistens kan hindre at enkelte uheldige transaksjoner e.l. blir gjennomført, skal heller ikke undervurderes. At ordningen i enkelte tilfeller ikke fungerer tilfredsstillende, tilsier ikke nødvendigvis at ordningen bør avskaffes. Et alternativ er å tilføre større ressurser for å påse at ordningen fungerer etter intensjonene. Det vises i den forbindelse til at kontrolkomitèen som organ er blitt pålagt stadig større ansvarsområder, særlig av ekstern karakter. I tillegg kommer at finansforetakenes virksomhetsområde og tjenestespekter er blitt mer komplekse, noe som innebærer at grunnlaget for kontroll er blitt endret/utvidet. Kontrollkomitéen var i utgangspunktet underutvalg for representantskapet, som skulle bistå representantskapet i en del av det praktiske arbeidet. Dersom forslaget om å sløyfe representantskapet som lovpålagt organ blir vedtatt, kan kontrollkomitéens ansvar og oppgaver bli klarere.»

Videre heter det på side 98:

> «Kommisjonen erkjenner at dagens kontrollkomittéordning har sine svakheter og ikke har fungert helt etter hensikten, noe som bl.a. kom frem under den siste bankkrisen. Kommisjonen foreslår derfor at det ikke lenger skal være noe lovpålagt krav om å ha en kontrollkomité i finansinstitusjoner/finansforetak. Dette forslaget må sees i sammenheng med at kommisjonen foreslår flere andre tiltak som skal ivareta de oppgaver som har vært tillagt kontrollkomitéen. For det første foreslås det presisert at styret skal fastsette retningslinjer for in-

ternkontroll, og forvisse seg om at internkontroll etableres og gjennomføres på en forsvarlig måte i samsvar med styrets retningslinjer og pålegg, jf §§ 5-5 og 5-13. For det andre foreslås det en ny bestemmelse om at dersom det er grunn til å tro at foretaket ikke organiseres og drives på en forsvarlig måte eller har betryggende rutiner for internkontroll, så kan Kredittilsynet kreve at foretaket engasjerer en annen revisor eller sakkyndig person til å undersøke forholdene, jf. § 5-15. For det tredje kan de finansforetak som ønsker det fortsatt ha et tilsynsutvalg (tidligere kontrollkomité) som skal føre tilsyn med at styret og den daglige ledelse organiserer og driver virksomheten på en forsvarlig måte i overensstemmelse med bl.a. bestemmelser gitt i eller i medhold av lov, i vedtekter og i retingslinjer fastsatt av foretakets styrende organer. Generalforsamlingen fastsetter retningslinjer og budsjett for tilsynsutvalgets virksomhet. Kredittilsynet kan fastsette nærmere regler for tilsynsutvalg, jf. § 5-16. For det fjerde viser kommisjonen til at revisors rapporteringsplikt til Kredittilsynet nylig ble utvidet ved en endring av tilsynsloven, jf. kapittel 7.12 nedenfor. Kommisjonen mener at disse forslagene i sum vil kunne bidra til at foretaket organiseres og drives på en forsvarlig måte.»

Gjeldende børslov har ikke lovpålagte krav om kontrollkomité. De oppgaver som for finansinstitusjoner og oppgjørssentraler er tillagt kontrollkomitéen, er i børsloven tillagt børsrådet. Dersom børsrådet som tilsynsorgan ikke videreføres i den nye børsloven, taler det for at en kontrollkomité bør videreføre børsrådets (interne) tilsynsoppgaver.

Utvalgets flertall (alle unntatt Bech, Frønsdal og Wilson) foreslår at børser skal ha kontrollkomite valgt av generalforsamlingen. *Utvalget* viser til at de lovbestemte kontrollkomitéene for henholdsvis Verdipapirsentralen og Norsk Oppgjørssentral ASA synes å fungere bra. 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. Komitéen skal gi årlig melding til generalforsamlingen og Kredittilsynet om sitt arbeid.

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 *utvalget*s 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.

Disiplinærnemnd

Den svenske børs- og clearingloven pålegger børsene å opprette disiplinærkomiteer. Nemnden oppnevnes av børsens styre. Ordningen er begrunnet i den særskilte risikoen for interessekonflikter ved at store eiere i børsen også er utsteder eller børsmedlem, og må sees i sammenheng med at det ikke er eierbegrensingsregler for svenske børser. Nemnden har beslutningsmyndighet i disiplinærsaker for børsens aktører. Nemnden er ikke et klageorgan. Stockholms Fondbörs har opprettet en egen «bolagskomite» for overprøving av opptakskrav. Denne er ikke lovregulert.

Graden av myndighetskompetanse som tillegges børsene kan være avgjørende for dette spørsmålet. Videre vil valget av sammenslutningsform kunne ha betydning for et eventuelt behov for nøytrale nemnder og klageinstanser. Store eiere kan tilsi at disiplinærvedtak går til én komité utenfor organisasjonen, for å sikre nøytralitet og tillit. Dette hensynet kan imidlertid være aktuelt uavhengig av hvilken organiseringsform som er valgt for børsvirksomheten. Dette fordi man ved sammensetningen av styret, som normalt har det overordnede ansvaret for disiplinærtiltak overfor børsens brukere, ikke nødvendigvis ønsker eller har mulighet for å gi alle brukerinteressene representasjon.

Spørsmålet om klagenemnd er nærmere drøftet i *"Klagenemnd og klagebehandling"* i kapittel 21.3. Utover en videreføring av dagens børsklagenemnd anser ikke *utvalget* at det er behov for å lovfeste krav om frittstående og nøytrale nemnder, f eks disiplinærnemnd. Dette må blant annet ses på bakgrunn av innføringen av et operativt tilsyn, samt generelle habilitetsregler, jf lovutkastet § 3-10. *Utvalget* vil imidlertid ikke utelukke at en børs kan ønske å etablere slike funksjoner, og finner derfor ikke grunn til å nedfelle noe forbud mot disiplinærnemnder o l i loven. Dersom en børs ønsker å etablere en disiplinærnemnd, må denne imidlertid organiseres innenfor privatrettslige rammer, og innenfor de rammer aksjeselskapslovgivningen setter.

18.8 Internkontroll

Finansinstitusjoner, Verdipapirsentralen, oppgjørssentraler og forvaltningsselskaper for verdipapirfond er i dag underlagt forskrift av 20. juni 1997 nr 1057 om klargjøring av kontrollansvar, dokumentasjon og bekreftelse på den interne kontroll. Forskriften er fastsatt av Kredittilsynet, med hjemmel i kredittilsynsloven § 4. Forskriften pålegger foretakenes styre å påse at den interne kontroll i foretaket er sikret. I denne sammenheng skal styret fastsette prinsipper for internkontroll, påse at internkontroll blir etablert, påse at internkontrollen gjennomføres og at kontrollen dokumenteres. I NOU 1998:4 Finansforetak, foreslår Banklovkommisjonen at disse prinsippene nedfelles i kommisjonens forslag til ny lov om finansforetak § 5-13, hvor det heter at:

«(1) Styret skal fastsette retningslinjer for internkontroll, og forvisse seg om at internkontrollen etableres og gjennomføres på en forsvarlig måte i samsvar med styrets retningslinjer og pålegg. Kredittilsynet kan gi nærmere bestemmelser om gjennomføringen av internkontroll.

(2) Daglig leder skal sørge for at internkontroll etableres og gjennomføres i henhold til lov og forskrifter, samt styrets vedtatte retningslinjer og pålegg.»

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 internkontrollfunksjon 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 *utvalget*s mening vil skjerpet fokus på styrets ansvar for internkontrollen sikre hensynet til en forsvarlig drift og internorganisering innenfor gjeldende regulering.

18.9 Regnskap, revisjon og økonomi

Allmennaksjeloven har bestemmelser som revisor og fastsettelse av regnskaper m v. *Utvalget* foreslår ikke særbestemmelser for børser.

Regnskapsloven av 17. juni 1998 nr 56 har regler om regnskaper i allmennaksjeselskaper. Børsloven § 5-2 vil etter ikrafttredelse av regnskapsloven fastslå at børsen har regnskapsplikt etter regnskapsloven, men at årsberetningens innhold kan begrenses til opplysninger som nevnt i regnskapsloven § 3-3 annet, sjette og syvende ledd. Dette er en viss utvidelse i forhold til gjeldende bestemmelse, jf Ot prp nr 42 side 246. Med *utvalget*s forslag om at børs kan organiseres som allmennaksjeselskap, er det liten grunn til å gi lempeligere krav til årsberetning enn allmennaksjeselskap for øvrig. Det er heller ingen grunn til at børs organisert som selveiende institusjon skal ha lempligere regler enn børs organisert som allmennaksjeselskap. *Utvalget* foreslår således at det gis en bestemmelse i børsloven om at børs har regnskapsplikt som store foretak (allmennaksjeselskap) etter regnskapsloven § 1-5. Det vises til lovutkastet § 3-8. Etter forslaget skal årsregnskap og årsberetning sendes Kredittilsynet. Etter lovutkastet § 8-2 plikter børsen å gi tilsynet supplerende opplysninger dersom det kreves.

Finansiering av børsen kan i dag foregå gjennom innbetaling fra brukerne, overskudd av forretningsvirksomhet, gaver og lån. Børs organisert som allmennaksjeselskap kan innhente egenkapital gjennom emisjon av aksjer mot nyinnbetaling. At børs organisert som selveiende institusjon ikke har anledning til dette er en konsekvens av organisasjonsformen. *Utvalget* foreslår heller ikke regler som vil gjøre det mulig for børs å utstede omsettelige grunnfondsbevis eller tilsvarende, slik sparebanker og gjensidige selskaper i dag kan. *Utvalget* viser til at børs som har egenkapitalbehov vil kunne foreta omdannelse til allmennaksjeselskap etter reglene i loven her.

18.10 Stiftelse, omdannelse og avvikling

Utvalget foreslår at reglene om stiftelse av allmennaksjeselskap gis tilsvarende anvendelse så langt de passer også for børs organisert som selveiende institusjon. Den vesentligste forskjell er at stiftelsen etableres ved at en formuesverdi stilles til disposisjon for stiftelsen, og at innskyteren ikke gis noen eierrettighet i den selveiende institusjonen. Videre må det i stiftelsesdokumentet angis hvor stor del av kapitalen som skal være bundet kapital. Dette samsvarer med hovedtrekkene i Banklovkommisjonens utkast til regulering av finansforetak som ikke er allmennaksjeselskap, jf NOU 1998:14, utkast til ny lov om finansforetak § 4-4.

Utvalget anbefaler at allmennaksjelovens regler om avvikling gis tilsvarende anvendelse på børs organisert som selveiende institusjon. Dersom det etter avvikling er midler igjen foreslås at denne egenkapitalen skal behandles etter reglene om omdannelse av stiftelser i stiftelsesloven, jf utkast til § 1-4 tredje ledd. Etter disse reglene kan stiftelser omdannes av Kongen etter søknad fra stiftelsens styre på nærmere bestemte vilkår, jf nærmere omtale i *"Børsloven"* i kapittel 25.2.1. For øvrig foreslås i § 1-4 tredje ledd at Kongen kan gi nærmere regler om avvikling av og disponering av egenkapital etter avvikling av børs organisert som selveiende institusjon.

Omdannelse av selveiende institusjon til allmennaksjeselskap er behandlet i *"Omdannelse til allmennaksjeselskap"* i kapittel 25 nedenfor. De samme regler foreslås anvendt enten det er omdannelse av selveiende institusjon etter dagens lov, eller tilsvarende etter utkast til ny lov.

Utvalget foreslår ikke egne regler om omdannelse fra allmennaksjeselskap til selveiende institusjon. En slik disposisjon kan eventuelt foretas gjennom avvikling av allmennaksjeselskapet etter aksjerettslige regler, samt stiftelse av selveiende institusjon etter reglene her.

For øvrig vises til *utvalget*s forslag om at sammenslåing og deling av virksomhet, herunder salg av vesentlig del av børsforetakets konsesjonspliktige virksomhet, skal vedtas av generalforsamlingen med flertall som for vedtektsendringer, jf lovutkast § 2-5. For slike vedtak vil det være meldeplikt til tilsynsmyndigheten, jf omtale i *"Foretaksendringer"* i kapittel 19.4. For øvrig vil også vedtektsendringer i utgangspunktet være underlagt offentlig godkjenning, jf lovutkast til § 3-5 annet ledd.

Kapittel 19

Eiere og kapitalforhold

19.1 Krav til aksjonærer – aksjenes omsettelighet – børsnotering

Som nevnt i *"Aksjeselskap"* i kapittel 17.1.2 og *"Innledning"* i 17.2.1 er utgangspunktet i allmennaksjeloven at aksjene er fritt omsettelige. Aksjeretten åpner imidlertid for at det i vedtektene fastsettes at aksjeeiere skal ha visse egenskaper. Det kan for eksempel tenkes fastsatt at bare visse brukergrupper skal ha adgang til å eie aksjer. Om begrensinger i enkeltaksjonærers maksimale eierandel, vises til *"Eierbegrensninger"* i kapittel 19.2 nedenfor. Det bemerkes for øvrig at alle begrensninger som legges på aksjenes omsettelighet gjennom bindingstid og eierbegrensningsregler vil kunne ha betydning for aksjenes verdi ved spredningssalg i en omdanningsfase, jf *"Omdannelse til allmennaksjeselskap"* i kapittel 25, og ved senere omsetning av aksjene.

Begrensinger 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. Det vises til *utvalget*s hovedhensyn ved regulering i *"Hovedhensyn ved regulering av børsvirksomhet"* i kapittel 15 og valg av organisasjonsformer i *"Utvalgets vurderinger av alternative organisasjonsformer"* i kapittel 17.2. Slike begrensninger knyttet til brukergrupper vil medføre at rent finansielle investorer som ikke er brukere ikke vil kunne delta som aksjeeiere i eksisterende eller nyetablerte børser. Dette vil svekke aksjenes omsettelighet og gjøre dem mindre attraktive. Det vil igjen kunne redusere eller fordyre børsers egenkapitalfinansiering, og gjøre det vanskeligere å etablere nye konkurrerende børser. Samlet sett vil dette kunne gjøre norske børser mindre effektive og konkurransedyktige. At det ikke foreslås lovmessige begrensinger, forhindrer ikke den enkelte børs fra å ha slike bestemmelser i sine vedtekter, dersom den finner det strategisk fornuftig og det for øvrig er i samsvar med blant annet gjeldende selskaps – og konkurranselovgivningen og EØS-retten. For øvrig vises til *utvalget*s forslag om omsetningsbegrensninger etter en eventuell omdannelse fra selveiende institusjon til allmennaksjeselskap, jf *"Hvem skal være børsens initiale eiere"* i kapittel 25.5.2.

Subjektive egnethetskrav

I den danske og svenske børslovgivning er det som nevnt i *"Sverige"* i kapittel 13.2 og *"Danmark"* i 13.3 en skjønnsmessig adgang til å forhindre at betydelige eierandeler eies av aksjeeiere som er 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. Bestemmelsene tilsvarer for øvrig langt på vei bestemmelser knyttet til betydelige eierandeler i verdipapirforetak, jf verdipapirhandelloven § 7-4 og § 1-4 tredje ledd, som også følger av investeringstjenestedirektivet artikkel 4. EU-direktivene stiller ikke krav om slike bestemmelser for børser eller regulerte markedsplasser.

Behovet for egnethetskrav for dominerende eiere må sees i sammenheng med eventuelle eierbegrensningsregler. Dersom det stilles eierbegrensningskrav på et lavt nivå, vil et ytterligere krav til dominerende eieres egnethet være mindre praktisk enn der eierbegrensningsreglene er mer liberale. Som det fremgår av *"Vurdering av nivå for eierbegrensningsregler"* i kapittel 19.2.3 nedenfor, er *utvalget* delt i vurderingen av hva som er hensiktsmessig grense for hvor stor andel av kapitalen eller stemmene i en børs som skal kunne eies av en enkelt aksjonær eller aksjonærgruppe.

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 ivaretakelse 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 *utvalget*s forslag til § 4-2. Med et eierbegrensningsnivå på 10 prosent, antas det ikke å være behov for egnethetskrav i tillegg.

Samtykkeklausuler

Allmennaksjeloven åpner for at selskapets vedtekter kan inneholde krav om samtykke fra selskapet ved overdragelse av aksjer, jf allmennaksjeloven § 4-16. Samtykke kan bare nektes når det foreligger saklig grunn for det. *Utvalget* finner ikke grunn til å foreslå noen nærmere regulering av dette, men viser til at hver enkelt børs selv må avgjøre om det er hensiktsmessig med slike vedtektsbestemmelser.

Forbud mot å børsnotere børsselskapets 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 lån eller andre finansielle instrumenter børsen måtte utstede som ledd i egen- eller fremmedkapitalfinansiering, samt finansielle instrumenter knyttet til slike. Det vises blant annet til at beslutninger om opptak, sanksjoner ved brudd på informasjonsplikt, strykning m v vil tilligge børsen selv. Det foreslås derfor et lovforbud mot dette. I andre land finnes riktignok eksempler på at aksjene kan noteres på «egen børs». For eksempel planlegger Amsterdambørsen å la sine aksjer børsnotere på egen børs når de midlertidige restriksjonene i omsettelighet utløper, jf *"Nederland"* i kapittel 13.9. I Sverige er det et slikt forbud, men det forhindrer riktignok ikke at OM Gruppen AB som eier alle aksjene i Stockholms Fondbörs AB, er notert på Stockholms Fondbörs. For å redusere faren for interessekonflikter i slike situasjoner er det fastsatt regler om at Finansinspektionen kan melde slike foretak direkte til disiplinærnemnden, at den informasjon børsen mottar fra en slik dominerende eier skal videresendes til Finansinspektionen, og at dominerende eiere har opplysningsplikt til Finansinspektionen. Finansinspektionen kan således overvåke at en slik dominerende eier ikke forskjellsbehandles i forhold til de rettigheter og forpliktelser vedkommende foretak har ved at foretakets finansielle instrumenter er notert på børsen.

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 en annen børs eller markedsplass.

I *"Unntak og dispensasjonsadgang"* i kapittel 19.2.4 nedenfor går *utvalget* inn for at en børs skal kunne inngå i konsernforhold med visse andre foretak. *Utvalget* finner det ikke formålstjenlig å fastsette et absolutt krav om at et morselskap til det selskap som driver børsvirksomheten skal måtte gå til en konkurrerende børs for å kunne bli gjenstand for offentlig omsetning ved notering på en børs. I dagens situasjon ville dette medføre at selskapet måtte noteres i utlandet. Dette ville stride mot de hensyn som er drøftet i *"Innledning og oversikt – behovet for et effektivt og velfungerende marked for verdipapirer i Norge"* i kapittel 4 og kapittel *"Hovedhensyn ved regulering av børsvirksomhet"* i 15 om verdien av å ha et nasjonalt marked for finansielle instrumenter. 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, godkjennelse av prospekt m v, samt vedrørende eierselskapets oppfølgning 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 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.

19.2 Eierbegrensninger

19.2.1 Eierbegrensningsregler for andre institusjoner i finansmarkedet

I Norge er det tradisjon for at institusjoner i finansmarkedet er underlagt eierbegrensninger. Eierbegrensningsregler er gitt for å sikre eierspredning i institusjonene. Begrunnelsen for eierspredning er behovet for å forhindre maktkonsentrasjon i institusjoner som har vesentlig samfunnsmessig betydning, herunder å sikre en hensiktsmessig konkurransestruktur. Slike regler er gitt for kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper og oppgjørssentraler. Någjeldende børslov forutsetter at børsen er regulert som selveiende institusjon, jf § 1-1. Loven har således ikke eierbegrensningsregler.

For finansinstitusjonene er hovedregelen at ingen kan eie mer enn 10 prosent av en slik institusjon, jf finansieringsvirksomhetsloven § 2-2 første ledd. Bestemmelsen hjemler en rekke unntak fra denne hovedregelen. Unntakene refererer seg i hovedsak til tilfeller der en finansinstitusjoner eier 100 prosent av en annen finansinstitusjon. Grovt sett kan man således si at en finansinstitusjon kan eie 10 prosent eller 100 prosent av en annen finansinstitusjon. Andre kan ikke eie mer enn 10 prosent, med mindre særlige grunner tilsier dette.

For oppgjørssentraler er hovedregelen at ingen kan eie mer enn 20 prosent i en oppgjørssentral, jf verdipapirhandelloven § 6-1 syvende ledd. Finansdepartementet kan i særlig tilfeller gi dispensasjon fra hovedregelen.

Forvaltningsselskaper for verdipapirfond og verdipapirforetak er ikke underlagt generelle eierbegrensningsregler. For verdipapirforetak kan myndighetene imidlertid nekte å gi konsesjon til foretak hvis dominerende eiere ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket, jf verdipapirhandelloven § 7-2 siste ledd nr 3. Tilsvarende kan Kredittilsynet nekte å godkjenne et senere aksjeerverv som medfører økning av eierandel opp til eller over 20, 33 eller 50 prosent, dersom vedkommende aksjeeier ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av verdipapirforetaket.

Verdipapirsentralen er en selveiende institusjon. Det har således ikke vært aktuelt å etablere eierbegrensningsregler for denne.

Det er ikke gitt eierbegrensningsregler for selskaper som driver børsvirksomhet i Danmark og Sverige. *Svenske* børser 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 *dansk* børs, 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.

19.2.2 Behov og bakenforliggende hensyn

En eventuell fastsetting av eierbegrensningsregler for institusjoner som skal drive børsvirksomhet må forankres i et behov for eierspredning. I *"Innledning og oversikt – behovet for et effektivt og velfungerende marked for verdipapirer i Norge"* i kapittel 4 og *"Hovedhensyn ved regulering av børsvirksomhet"* i 15 er det redegjort for hvilke hensyn som er grunnleggende for regulering av børsvirksomhet. Et av hovedhensynene er behovet for tillit fra markedsaktørene. For å sikre tillit fra markedsaktørene må markedsplassen fremstå som nøytral, gjennom fremvisning av høy integritet.

Bestemmelsen om eierbegrensning for aksjonærer i oppgjørssentraler i verdipapirhandelloven § 6-1 siste ledd, kom inn i Finanskomiteens behandling av verdipapirhandelloven. Fra Innst O nr 83 (1996-97) hitsettes:

> «Komiteens flertall, alle unntatt representanten Stephen Bråthen, ser betenkelighetene ved at en enkelt aksjonær, som kanskje også er aktør i markedet, vil kunne dominere oppgjørssentralen på eiersiden. Flertallet har merket seg at dette problemet i forhold til Norsk Opsjonssentral er søkt motvirket gjennom bestemmelser i vedtektene om at ingen enkeltaksjonær kan stemme for mer enn 10 % av aksjene på generalforsamlingen, noe flertallet ser positivt på.
>
> Flertallet finner det riktig å lovfeste en eierbegrensning på 20 % i oppgjørssentral. Flertallet viser til Kredittilsynets anmodning til departementet om å vurdere om det bør innføres eierbegrensningsregler som det kan dispenseres fra i de tilfeller der en stor aksjonær ikke ans-

> es å være en stor aktør i verdipapirmarkedet, eller i forbindelse med etablering av oppgjørssentraler. Flertallet er enig i dette.»

Bestemmelsen om eierbegrensninger for aksjonærer i finansinstitusjoner, i finansieringsvirksomhetsloven § 2-2, er blant annet begrunnet i strukturpolitiske betraktninger og integritetsbetraktninger. Ved eierbegrensningsregler motvirker man krysseie, og sikrer dermed reell konkurranse mellom finansinstitusjoner. I NOU 1986:5 Konkurransen på finansmarkedet side 134 begrunnes eierbegrensningsreglene også i hensynet til behovet for å opprettholde tilliten til finansinstitusjonene. Om hovedbestemmelsen for de gjeldende eierbegrensningsregler uttalte Banklovkommisjonen i NOU 1998:14 om finansforetak side 101 blant annet:

> «Hovedregelen om at ingen kan eie mer enn 10 prosent av eierandelene i finansinstitusjoner gjelder i forhold til såvel finansinstitusjoner som andre foretak og privatpersoner. Begrunnelsen for å begrense finansinstitusjoners adgang til å eie andre finansinstitusjoner har først og fremst vært faren for at sammenvevede eierforhold kan svekke konkurransen. Finansinstitusjoner som har eierposisjoner i hverandre vil i større eller mindre grad kunne opptre som en gruppe. Dette kan føre til at det blir færre uavhengige aktører som tilbyr de samme finansielle tjenestene, noe som kan svekke konkurransen. For andre enn finansinstitusjoner har begrunnelsen særlig vært ønsket om å unngå at enkeltpersoner eller enkeltselskaper kontrollerer en finansinstitusjon og muligheten for uheldig kredittgivning til store aksjonærer eller til deres forretningsforbindelser, samt hensynet til maktspredning og institusjonenes uavhengighet. Betydelige eierinteresser i en finansinstitusjon vil lett skape et forhold mellom finansinstitusjonen og aksjeeieren som gjør at eieren eller dens forretningsforbindelser får bedre behandling enn andre kunder, herunder at eieren vil kunne bli underlagt en lempeligere kredittvurdering.»

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 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 gov-

ernance», 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.

I NOU 1998:14 Finansforetak side 101 er det gitt en gjennomgang av de hovedhensyn som ligger til grunn for eierbegrensningsreglene for finansinstitusjoner:

> «Selv om kommisjonen har lagt til grunn at eierbegrensningsregelen på 10 prosent ligger fast, har kommisjonen drøftet fordeler og ulemper med regelen. Her gjengis kort hovedpunktene i de betraktninger som har vært fremført i den forbindelse. I *"Børsens organisasjon og administrasjon/styrende organer"* i kapittel 8.3 gis det en nærmere begrunnelse for innføringen av gjeldende eierbegrensningsregel.
>
> Enkelte medlemmer har fremhevet at eierbegrensningsregelen medfører at eiernes motivasjon om profittmaksimering reduseres ved spredt eierskap, og at en på denne måten kan få et effektivitetstap. Mot dette er det blitt anført at hovedpoenget med eierbegrensningsregelen nettopp har vært at enkeltpersoner eller enkeltselskaper ikke skal få en dominerende innflytelse over finansnæringen generelt eller en enkelt finansinstitusjon spesielt.
>
> Det er blitt hevdet at det i forhold til konkurranseaspektet er uheldig at eierbegrensningsregelen tillater krysseie mellom finansinstitusjoner. På den annen side må adgangen til et visst krysseie ses i sammenheng med at 10 prosentsregelen setter klare begrensninger på omfanget av slikt krysseierskap og at det for øvrig ikke vil ha vesentlige soliditetskonsekvenser.
>
> Stortingets granskningskommisjon for bankkrisen (Smith-kommisjonen) omtaler betydningen av aktivt eierskap, jf. rapporten *"Opptaksdirektivet"* i kapittel 12.2.3. Smith-kommisjonen er bl.a. inne på at gjeldende eierbegrensningsregel kan bidra til å redusere enkeltaksjonærenes motivasjon for å gå sterkt inn i styringen av den enkelte bank. Det påpekes også at ordningen kan hindre at den enkelte aksjonærrepresentant i bankens styrende organer vil kunne påberope seg den styrke overfor bankledelsen som det kan gi å representere en stor del av aksjekapitalen. Andre har hevdet at gjeldende eierbegrensningsregel kan være til hinder for langsiktige industrielle investorer i finansnæringen. Videre er det pekt på at investorer som ønsker å tilføre et finansforetak i krise mer kapital ikke har anledning til det dersom de allerede har 10 prosent eierandel i foretaket. Ovennevnte momenter ser ut til å ha spilt liten rolle for en gruppe som eierbegrensningsreglene ikke har noen betydning for, nemlig sparebankene og de gjensidige selskaper. Disse foretakene har jo generelt vist å greie seg bra i konkurransen til tross for at de er selveide og at medlemmene av foretakenes styrende organer derfor generelt sett ikke ivaretar sine

oppgaver ut fra eierinteresser i foretakene. For øvrig må spørsmålet om graden av aktivt eierskap vurderes opp imot behovet for maktspredning.

Det er blitt hevdet at de særnorske eierbegrensningsreglene i større grad gir konsistente og forutsigbare myndighetsbeslutninger enn det et regelverk som tar utgangspunkt i EUs regelverk vil kunne få. Dersom myndighetene ved ethvert erverv som fører til en overskridelse av eiergrensene 10, 20, 33 og 50 prosent skulle foreta en konkret vurdering hvor det ble lagt vekt på eiernes egnethet til å sikre en sunn og fornuftig ledelse av institusjonen, vil det kunne bli større grad av usikkerhet.

Når det gjelder forholdet til strukturendringer synes ikke gjeldende regler å ha vært til hinder for dette. Enkelte mener imidlertid at strukturendringene skjer for sent. Det er lite sannsynlig at et regelverk som bygger på EUs regler vil gi en raskere saksgang på dette området. Det vil uansett være av avgjørende betydning å ha et regelverk som sikrer stor grad av ryddighet.»

Mot eierbegrensningsregler er det ellers anført at de kan virke hemmende for etableringen av nye foretak. Se blant annet drøftelsene i NOU 1998:14 Finansforetak side 107 hvor det heter at «Dette er begrunnet med at interessen for å starte opp ny virksomhet vil kunne hemmes så lenge initiativtakerne selv ikke kan eie mer enn 10 prosent i selskapet og dermed få begrenset innflytelse på selskapet». I NOU 1986:5 om konkurransen på finansmarkedet side 133 ble det mot dette blant annet anført at «En vil likevel legge vekt på at dersom nye finansinstitusjoner skal bidra til økt konkurranse, bør de i størst mulig grad være uavhengig av andre finansinstitusjoner. En kan heller ikke se at det er et urimelig krav at minst 10 aksjeeiere må eie en bank eller et forsikringsselskap.» For øvrig kan det vises til at omfanget av en slik mulig negativ effekt vil være avhengig av nivået på eierbegrensningsreglene, samt eventuelle unntak og dispensasjonsadgang, jf nærmere nedenfor. Det sistnevnte er også av sentral betydning for om eierbegrensningsreglene vil virke hemmende på ønskede strukturendringer hvor en børs inngår. *Utvalget* ser det som viktig at reglene ikke er til unødig hinder for langsiktig strategisk samarbeid eller allianser for eksempel mellom børs og andre sentrale institusjoner som kan bidra til å utvide og styrke infrastrukturen i det norske verdipapirmarkedet, og som fremstår som ønskelig i lys av den fremtidige utvikling og situasjon i markeds- og konkurranseforhold.

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.

19.2.3 Vurdering av nivå for eierbegrensningsregler

Det er ikke *utvalget*s intensjon at eiere av institusjoner som driver børsvirksomhet skal forhindres fra å utøve eierinnflytelse. Etter *utvalget*s syn vil aktive eiere være et aktivum for effektiv drift og organisering av børsvirksomhet.

Eierbegrensningene må derfor settes på et nivå der det faktisk er mulig å utøve eierinnflytelse.

I fastleggingen av grensen må en se hen til reell eierinnflytelse, slik den utøves i aksjemarkedet i dag. Eiersammensetningen har betydning for utøvelse av eierinnflytelse i det enkelte selskap. Det følger av aksjelovene at hver aksje normalt har en stemme. I praksis vil det imidlertid ikke være slik at alle aksjonærer møter på generalforsamlingen og utøver sin stemmerett, eller søker representasjon i styret eller andre selskapsorganer.

Mange institusjonelle investorer, typisk verdipapirfond og pensjonskasser, er finansielle investorer og utøver normalt ikke sin eierinnflytelse gjennom representasjon i styrende organer og dels heller ikke gjennom bruk av stemmerett på generalforsamlingen. Videre er utenlandske eiere som er registrert hos forvaltere forhindret fra å utøve stemmerett. Dersom utenlandske eiere ønsker å utøve stemmerett må de føres inn i aksjeeierregisteret i eget navn.

I praksis kan det antas at flertallet av småaksjonærene i normale situasjoner ikke utøver stemmerett, fordi eierinnflytelsen for hver enkelt er for liten til å få reell innflytelse, og fordi representasjon på generalforsamlingen ikke er regningssvarende i forhold til investeringens størrelse (men kan være representert ved fullmakt). Begrunnelsen for at vedkommende ikke er representert på generalforsamlingen kan i tillegg være at vedkommende ikke er interessert i de saker som er til behandling, eller ikke kjenner til sin rett.

I praksis medfører dette at eierinnflytelsen ikke slavisk følger eierens prosentvise andel av aksjene i et selskap. En aksjonær som eier for eksempel 20 prosent av aksjene i et børsnotert selskap, vil således i praksis kunne ha en betydelig større eierinnflytelse i selskapet. I et allmennaksjeselskap kreves det for vedtektsendringer 2/3 flertall av avgitte stemmer og av fremmøtt kapital på generalforsamlingen, jf allmennaksjeloven § 5-18 første ledd. En aksjonær med en eierpost på 20 prosent vil således i helt spesielle tilfeller kunne utøve negativ kontroll i et foretak, gjennom for eksempel blokkering av vedtektsendringer, dersom bare 60 prosent av de stemmeberettigede er representert på generalforsamlingen i et allmennaksjeselskap. I vesentlige eller kontroversielle saker er imidlertid sannsynligheten for dette liten, og vil ellers avhenge av eierforholdene for øvrig.

Som nevnt er eierbegrensningen satt til 10 prosent for finansinstitusjoner. For oppgjørssentraler er grensen satt til 20 prosent.

Utvalget legger til grunn at en begrensning på et nivå under 10 prosent vil kunne bidra til at børsen blir administrasjonsstyrt. For at eierne skal kunne ha reell innflytelse på børsens virksomhet og utvikling er det *utvalget*s oppfatning at rammereguleringen må tillate større eiergrupperinger.

Utvalgets flertall (Bech, Broch Mathisen, Seland, Selnes, Ibsen, Wilson og Øiulfstad) vil etter en samlet vurdering foreslå at nivået for eierbegrensningsreglene settes til 20 prosent.

Flertallet vil vise til at eierbegrensningsreglene i finansinstitusjoner først og fremst er begrunnet med 1) faren for at sammenvevde eierforhold mellom finansforetak kan svekke konkurransen, samt 2) ønsket om å unngå at enkeltpersoner eller enkeltselskaper kontrollerer et finansforetak og muligheten for uheldig kredittgivning til, eller annen særbehandling av, store aksjonærer og deres forretningsforbindelser. Disse hensyn gjør seg ikke gjeldende på samme måte når det gjelder børser.

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 konkur-

rerende 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 *utvalget*s 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.

Flertallet vil for øvrig peke på at det i utgangspunktet er rimelig å anta at mange av de større aksjonærene i en børs vil være strategiske investorer. Strategiske investorer kjennetegnes blant annet ved at de møter på generalforsamlinger for å utøve sin stemmerett. Investorer hvis eneste motiv er finansiell avkastning vil neppe være i flertall. Muligheten for å kunne ha dominerende innflytelse i børsen med en mindre post er således ikke like aktuell i et slikt selskap som det kan være i andre virksomheter.

Flertallet vil også vise til at det ikke er tvingende eierbegrensningsregler i svensk eller dansk børslovgivning. I praksis har børsene i disse land hatt eiere med betydelige eierandeler uten at det har vært reist spørsmål ved disse børsers nøytralitet eller integritet.

For øvrig vises til forslaget ovenfor i *"Krav til aksjonærer – aksjenes omsettelighet – børsnotering"* i punkt 19.1 om egnethetskrav for eiere med betydelige eierandeler på 10 prosent eller mer.

*Utvalget*s *mindretall* (*Bjørland, Bunæs, Frønsdal, Hugo-Sørensen og Ryel*) vil foreslå at høyeste tillatte eierandel settes til 10 prosent.

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. Det er da ikke grunnlag for å innføre egnethetsvurdering av enkelteiere, jf ovenfor i punkt 19.1.

19.2.4 Unntak og dispensasjonsadgang

Selv om *utvalget* finner at det er behov for generelle eierbegrensningsregler, ser man at en slik begrensning ikke kan praktiseres uten hjemmel for unntak.

For det første må eierbegrensningsreglene kunne tillate at børsvirksomhet kan organiseres i et konsern. Eierbegrensningsreglene vil i utgangspunktet forhindre at en børs inngår i en konsernstruktur som datterselskap. Børsen må ved konserndannelse eventuelt være konsernspiss. Denne konsekvensen er ikke nødvendigvis hensiktsmessig.

Innenfor eventuelle virksomhetsbegrensninger, kan det være formålstjenlig at børsvirksomheten integreres i andre virksomheter, jf *"Børsvirksomhet og tilknyttet virksomhet"* i kapittel 20.2. Organiseringsmulighetene for slik integrert virksomhet bør ikke begrenses til at virksomhetene drives i ett selskap, eller at børsen er konsernspiss, med den øvrige virksomheten organisert i datterselskaper. Eierbegrensningsreglene bør således ikke være til hinder for at virksomhetene i et konsern som blant annet driver børsvirksomhet kan organiseres i en «flatere» struktur, der børsvirksomheten kan drives som søsterselskap til annen virksomhet. *Utvalget* finner det på denne bakgrunn hensiktsmessig å gjøre konkret unntak fra hovedregelen, slik at en børs kan eies 100 prosent av et rent holdingselskap.

På bakgrunn av de hensyn det er redegjort for ovenfor må et slikt holdingselskap underlegges eierbegrensningsregler på lik linje med selve børsselskapet. 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 *"Sammendrag"* i kapittel 2a. Bestemmelsen er i hovedsak foreslått videreført i Banklovkommisjonens lovforslag i NOU 1998:14 Finansforetak § 7-4, jf side 182-183.

Utvalget vil ikke se bort fra at andre virksomheter enn rene holdingselskaper vil kunne være egnet til å være eier av en børs. 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 *utvalget*s 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.

I NOU 1998:14 Finanskonsern side 108 drøfter Banklovkommisjonen behov for unntak fra hovedregelen om at ingen kan eie mer enn 10 prosent av et finansforetak:

> «*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.»

Børslovutvalget mener den markedsutvikling Banklovkommisjonen skisserer for finansforetakene, i minst like stor grad vil kunne gjøre seg gjeldende for børsene. Dette kan gjelde børser imellom eller for eksempel mellom børs og oppgjørssentral. *Utvalget* foreslår en tilsvarende hjemmel til at Kongen kan gi dispensasjon fra eierbegrensningsreglene for børser, slik at andre børser og virksomhet som har nær sammenheng med børsvirksomhet kan eie inntil 30 prosent av aksjene i en børs. Forutsetningen må være at samarbeidet gjelder

børsens kjernevirksomhet og at det foreligger en avtale om strategisk samarbeid mellom børsen og den andre institusjonen. *Utvalget* foreslår at slik dispensasjon bare kan gis etter konkret søknad. Det vises til lovutkastet § 4-1 tredje ledd.

Utvalget har vurdert om det skal være adgang til å dispensere fra eierbegrensningsreglene i oppstartsfasen for en børs. I slike situasjoner vil det kunne hevdes å være en etableringshindring at initiativtakeren for børsen må knytte til seg flere eiere for å oppfylle eierbegrensningsreglene. *Utvalget* finner likevel ikke å kunne anbefale et slikt unntak. Hensynene bak reglene vil også gjøre seg gjeldende i en oppstartsfase for driften. Dersom initiativtakeren til børsen får problemer med å finne partnere på eiersiden, vil vedkommende kunne søke konsesjon som autorisert markedsplass, jf *"Nærmere om autoriserte markedsplasser"* i kapittel 22, der *utvalget* ikke foreslår at det skal gis eierbegrensningsregler.

Det kan tenkes tilfeller der det er ønskelig for et holdingselskap å eie en børs innen et konsernforhold med en eierandel på mindre en 100 prosent (men mer enn 50 prosent), men der det ikke foreligger et strategisk samarbeid. Som nevnt nedenfor foreslår *utvalget* at det gis en generell dispensasjonsadgang for Kongen. En slik eierkonstruksjon vil måtte vurderes i forhold til den generelle dispensasjonsadgangen, jf nedenfor. For at det skal kunne være tale om dispensasjonstilfelle må eierkonstruksjonen ikke bryte med de hensyn som ligger til grunn for eierbegrensningsreglene.

Etter *utvalget*s 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. Det vises til lovutkastet § 4-1 fjerde ledd. Følgende tilfeller kan være eksempler på grunnlag for slik dispensasjon:

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 *utvalget*s 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 *"Omdannelse til allmennaksjeselskap"* 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 *"Omdannelse til allmennaksjeselskap"* i kapittel 25.

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 eierrådighet 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 verdipapirhandelloven § 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 *utvalget*s 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 verdipapirhandellovens regler om tilbudsplikt vil kunne være veiledende i vurderingen av om et slikt erverv foreligger.

19.2.5 Konsolideringsregler

For å forhindre omgåelse av eierbegrensningsreglene må loven fastsette konsolideringsregler. Slike regler må omfatte hovedeiers nærstående, d v s selskaper, familie og samarbeidspartnere. Etter *utvalget*s mening er finansieringsvirksomhetsloven § 2-6 om konsolidering av eierandeler en velegnet mal for en slik regel. Bestemmelsen lyder:

> «§ 2-6. Konsolidering av eierandeler
> Like med at aksjeeierens egne aksjer regnes i forhold til reglene i§§ 2-2, 2-4 og 2-5 første ledd, de aksjer som eies eller overtas av
> a) aksjeeierens ektefelle, mindreårige barn eller personer som aksjeeieren har felles husholdning med,
> b) selskap hvor aksjeeieren har slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-2,
> c) selskap innen samme konsern som aksjeeieren, og
> d) noen som det må antas aksjeeieren har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som aksjonær.
> Kongen avgjør i tvilstilfelle om aksjer som aksjeeieren ikke eier, skal likestilles med egne aksjer etter reglene i første ledd.»

For å sikre en forsvarlig oppfølgning 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. Det vises til lovutkastet § 4-3.

19.3 Stemmerettsbegrensninger

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. Men fravær av oppmøte vil styrke den relative stemmevekt for de som er til stede Stemmerettsbegrensninger kan imidlertid få betydning for børser der det er etablert flere aksjeklasser, herunder stemmerettsløse aksjer, og eierbegrensningene er relatert til selskapets samlede kapital. *Utvalget* foreslår blant annet på denne bakgrunn at eierbegrensningsreglene skal relatere seg til andel av kapitalen *eller* av stemmene i selskapet, jf *"Eierbegrensninger"* i kapittel 19.2 ovenfor, og det nevnte forhold får da mindre betydning. Videre kan stemmerettsbegrensninger relatert til antall stemmer *representert på generalforsamlingen* hindre uforholdsmessig stor innflytelse fra enkeltaksjonærer ved lavt fremmøte. For slike tilfeller kan det hevdes å være formålstjenlig å supplere med regler om hvor stor del av aksjene enkeltpersoner kan *eie*, med *stemmerett*sbegrensninger relatert til fremmøtte stemmer.

Utvalgets flertall (alle unntatt Bjørland og Frønsdal) antar imidlertid at de forannevnte eierbegrensningsregler, med tilhørende konsolideringsbestemmelser, er tilstrekkelige for å hindre uønsket maktkonsentrasjon eller dominans fra enkelteiere. Det er derfor ikke funnet grunn til å foreslå særskilte stemmerettsbegrensninger i tillegg. For *medlemmene Bunæs, Hugo-Sørensen og Ryel*, presiseres at dette standpunkt er basert på forslaget om en eierbegrensning på 10 prosent.

Utvalgets mindretall (*Bjørland og Frønsdal*) antar at det er formålstjenlig – for å forhindre dominerende innflytelse i selskapet – å supplere eierbegrensningsreglene med stemmerettsbegrensninger.

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 Banklovkommisjonens fjerde utredning NOU 1998:14 § 5-3. Det er der gjort konkrete unntak for generalforsamlinger for datterselskaper i finanskonsern. Med mindre Kongen bestemer 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.

19.4 Foretaksendringer

Utvalget har vurdert om det skal etableres en plikt for å innhente samtykke fra konsesjons- eller tilsynsmyndighetene for sammenslåing og deling av et foretak som driver børsvirksomhet og for erverv eller salg av vesentlig deler av slik virksomhet. 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.

Utvalget har kommet til at en slik kontroll bør finne sted. Etter *utvalget*s 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 *utvalget*s syn mest hensiktsmessig kunne pålegges den som skal overta den konsesjonspliktige virksomheten.

Dersom konsesjonsmyndigheten finner at vilkårene for fortsatt konsesjon for det opprinnelige børsforetak ikke er til stede må denne reagere innen en viss tid. *Utvalget* anser tre måneder som en hensiktsmessig frist. Der hvor det blir et nytt foretak som skal videreføre børsvirksomheten må det i prinsippet søkes og innvilges ny konsesjon etter de ordinære regler, selv om den praktiske behandlingen kan bli enklere enn for en helt ny virksomhet.

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 eierbegrensningsreglene komme til anvendelse for erverv som overstiger de foreslåtte grenser, se ovenfor under 19.2. For øvrig vises til lovutkastet § 2-5.

19.5 Kapitalbehov og kapitalkrav – risikoforhold

I *"Nærmere om børsens forretningsmessige drift og administrasjon"* i kapittel 10 er risiki ved børsvirksomhet nærmere omtalt. Følgende risiki ble stilt opp som sentrale:

1. Virksomhets-/inntektsrisiko (for eksempel svikt i markedet; forholdet mellom variable og faste kostnader m v)
2. Kontraktsrisiko
3. Systemrisiko (uaktsomme/forsettelige handlinger som medfører erstatningsansvar, feil i handelssystemet o s v)
4. Feil i bruk av offentlig myndighet (ansvar for ugyldige forvaltningsvedtak m v)

Med unntak av risikoen for å pådra seg erstatningsansvar for feil bruk av offentlig myndighet, vil normalt ikke risiki i forbindelse med drift av en markedsplass være spesielle i forhold til annen virksomhet. Spørsmålet om hvilke kapitalkrav som skal stilles til en markedsplass 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.

I henhold til gjeldende børslov § 5-1 skal børsen pålegge utstedere og børsmedlemmer avgifter «Til dekning av utgifter til en forsvarlig drift av børsen». Av bestemmelsen må det kunne utledes et forsvarlighetskrav for børsens kapitaloppbygning. Dette kravet er imidlertid så vagt at det må antas at børsen må stå igjen med svært lite kapitalreserver før det foreligger et lovbrudd.

For andre sentrale institusjoner i kapitalmarkedet er det lovfestet rene kapitalkrav, jf bank, finansieringsforetak, forsikringsforetak, verdipapirforetak og oppgjørssentraler. Kapitalkrav oppfattes som et positivt konkurranseparameter i forhold til brukene av disse institusjonene.

Utvalget finner det naturlig at børser underlegges kapitalkrav, på lik linje med andre sentrale aktører i finansmarkedet. Det må da vurderes hvorvidt kapitalkravet skal stilles som et generelt forsvarlighetskrav, eller om kravet, alene eller i tillegg, skal fastsettes som et konkret minstebeløp. For aksjeselskaper, allmennaksjeselskaper, finansinstitusjoner, verdipapirforetak og oppgjørssentraler er det gitt både et konkret minstekrav og et forsvarlighetskrav utover minstekravet.

Ved utformingen av kapitalkravet, må det imidlertid tas hensyn til at rammebetingelsene skal gjøre det mulig å foreta nyetableringer. Et minimumskrav kan være en etableringshindring for foretak som ønsker å begynne i det små, dersom kravet settes for høyt. Dersom minimumskravet settes for lavt, kan kravet oppfattes som et signal om at det ikke er behov for større kapitalbase enn minimumskravet, og at lovgiver har etablert en forsvarlighetsnorm ved minimumskravet. I den danske verdipapirhandelloven er det stilt et minimumskrav til DKK 40 mill for den som skal drive børs, og DKK 8 mill for markedsplasser, jf § 8 annet ledd nr 2. Den svenske børsloven kapittel 2 § 5, har et mer generelt kapitalkrav:

> «En börs som är aktiebolag skall ha ett aktiekapital som med hänsyn till verksamhetens art och omfattning är tillräckligt stort. Vid bedömningen av om aktiekapitalet är tillräckligt skall hänsyn tas även till andra finansiella resurser som börsen har eller kan utnyttja. För börs som är ekonomisk förening gäller vad som sägs om aktiekapital i sället summan av gjorda medlemsinsatser och förlagsinsatser.
>
> Regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, Finansinspektionen får meddela närmare föreskrifter om storleken av aktiekapitalet och summan av gjorda medlemsinsatser och förlagsinsatser.»

Etter *utvalget*s 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. På denne måten vil kravet tilpasses de ulike kapitalbehov i de ulike virksomhetene. *Utvalget* presiserer imidlertid at det til en hver tid vil være styret i foretaket som på bakgrunn av den reelle risikoen i den enkelte bransjen skal påse at foretaket har forsvarlig kapitalisering i forhold til virksomhet og risiko.

Ved utformingen av normen finner *utvalget* det naturlig å ta utgangspunkt i aksjelovenes 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 handleplikt dersom egenkapitalen faller under det minimum som er forsvarlig. I tillegg har ASA-loven et minimumskrav til aksjekapital på 1 mill kroner, og AS-loven 100.000 kroner, jf begge lover § 3-1 første ledd. Likeledes finner *utvalget* det naturlig å se hen til verdipapirhandellovens kapitalkrav. *Utvalget* legger til grunn at «børsvirksomhet» vil omfattes av investeringstjeneste nr 1 i verdipapirhandelloven § 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 verdipapirhandelloven § 8-10 dersom virksomheten ikke hadde vært regulert særskilt i henhold til børsloven. Kravene etter § 8-10 lyder:

> «Verdipapirforetak skal 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 de beløp som følger av § 8-9 første ledd.
>
> Departementet fastsetter ved forskrift hva som skal anses som ansvarlig kapital, regler for beregningsgrunnlaget og hva som skal anses som forsvarlig dekningsgrad for de ulike typer risiko som er knyttet til den virksomhet foretaket driver etter denne lov.
>
> Verdipapirforetak kan bare yte investeringstjenester dersom kravene til ansvarlig kapital er oppfylt. Departementet kan i særlige tilfeller og for en tidsbegrenset periode samtykke i at et verdipapirforetak kan ha lavere kapitaldekning enn fastsatt. Foretak som ikke oppfyller kravene i første ledd annet punktum, skal innstille sin virksomhet, med mindre forholdet rettes innen en frist fastsatt av Kredittilsynet.»

For finansforetak har banklovkommisjonen foreslått følgende lovkrav i NOU 1998:14 Finansforetak (utkastets § 6-13):

> «(1) Et finansforetak skal til enhver tid ha en forsvarlig kapitaldekning ut fra omfanget og risikoen ved foretakets virksomhet.
>
> (2) Ved vurderingen av foretaket risiko skal det tas hensyn til kredittrisiko, markeds- og valutarisiko, likviditetsrisiko og annen særlig risiko som foretakets virksomhet er eksponert for.»

Etter *utvalget*s 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 virksomhetsrisko, kontraktsrisiko og systemrisiko, se *utvalget*s forslag til § 4-5. Om likviditetsrisiko, se nedenfor.

Ved fastsetting av hvilken kapital som skal regnes som ansvarlig kapital, antar *utvalget* at forskrift 1. juni 1990 nr 435 om beregning av ansvarlig kapital for finansinstitusjoner, oppgjørssentraler og verdipapirforetak vil kunne være veiledende.

I henhold til verdipapirhandelloven § 8-9 første ledd skal et verdipapirforetak, som ikke er kredittinstitusjon, ha en startkapital på et beløp i norske kroner som minst svarer til 730.000 ECU. (I tillegg skal foretakene stille en garanti for ansvar ved utøvelse av virksomhet oppad begrenset til 25 mill kr, jf

verdipapirhandelloven § 8-13 med tilhørende forskrift). For foretak som i henhold til tillatelsen bare skal yte enkelte investeringstjenester, kan Kredittilsynet gi tillatelse til en lavere startkapital, men ikke lavere enn et beløp i norske kroner som svarer til 125.000 ECU. Kredittinstitusjoner skal ha en startkapitel på et beløp tilsvarende 5 mill ecu, jf forretningsbankloven § 5, sparebankloven § 5, og finansieringsvirksomhetsloven § 3-5. I NOU 1998:14 Finansforetak er dette startkapitalkravet videreført i § 3-8. Som nevnt ovenfor vil «børsvirksomhet» i utgangspunktet falle inn under verdipapirhandellovens definisjon av investeringstjenester. Dersom børsvirksomhet ikke var underlagt børsloven, ville således virksomheten måttet oppfylle verdipapirhandellovens regler til minimumskapital.

På denne bakgrunn antar *utvalgets flertall* (alle unntatt Frønsdal) at børsvirksomhet bør underlegges samme startkapitalkrav som verdipapirforetak. Fordi børsvirksomhet i sin alminnelighet, uten oppgjørs- eller clearingfunksjoner o l, ikke medfører ekstraordinær risikoeksponering, og virksomheten ved den enkelte børs kan drives i svært varierende omfang, finner *utvalgets flertall* ikke grunn til å lovfeste strengere minimumskapitalkrav enn dette. 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. Se lovutkastet § 4-5.

Et *mindretall* (*Frønsdal*) kan ikke støtte forslaget om en minstekapital på 730 000 ECU. *Flertallet* henviser blant annet til at verdipapirforetak har tilsvarende minstekrav. Etter *mindretallets* syn er denne henvisning lite relevant, idet børsen har helt andre risiki og formål enn et verdipapirforetak. Et minstekrav på kun 730 000 ECU vil gi et feil signal til aktørene om den vekt myndighetene tillegger at en børs må ha tilstrekkelige kapitalforhold. Dette medlem vil foreslå at det ikke settes noe minstekrav, men at kapitalkravet utelukkende baseres på hovedkravet om «forsvarlig kapitaldekning».

I tillegg til at loven oppstiller et forsvarlighetskrav, vil børsene, som drøftet i *"Tilsyn med børser og autoriserte markedsplasser"* i kapittel 24 underlegges tilsyn. En av tilsynsoppgavene bør være soliditetstilsyn. Dersom børsens soliditet er truet, eller er uforsvarlig, må tilsynsmyndighetene ha anledning til ta opp dette med børsen og dennes revisor.

Utvalget har vurdert om foretak som driver børsvirksomhet skal underlegges konkrete likviditetskrav. Innledningsvis i dette punktet er børsenes sentrale samfunnsmessige funksjon understreket. Dette er en av hovedhensynene som ligger til grunn for *utvalget*s forslag om å underlegge børsen kapitalkrav. De samme hensyn gjør seg gjeldende i vurderingen av om børsene skal underlegges likviditetskrav. 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 *utvalget*s syn vil det imidlertid være et poeng å presisere betydningen av at børsene ikke kommer i likviditetsproblemer. Dersom en slik situasjon inntrer 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 vil på denne bakgrunn fremme forslag om at det inntas et generelt krav til betryggende likviditetsbeholdning for børser i loven. *Utvalget* foreslår videre at Kongen gis myndighet til å kunne presisere nærmere hva som skal ansees som et betryggende nivå for den enkelte børs likviditetsbeholdning. Det vises til lovutkastet § 4-6. Dersom børsen ikke oppfylle kravet om betryggende likviditetsreserver, vil Kredittilsynet kunne gripe inn med pålegg

om å rette på forholdet. Se nærmere om Kredittilsynets påleggskompetanse i *"Tilsyn med børser og autoriserte markedsplasser"* i kapittel 24.

Kapittel 20

Børsers virksomhet, oppgaver og myndighet

20.1 Innledning

Børsloven og verdipapirhandelloven tillegger i dag børsen oppgaver av ulik art. I tillegg til drift og organisering av markedsplassen omfatter børsens oppgaver dels offentlig myndighetsutøvelse i form av forvaltningsrettslige vedtak, utstedelse av regler (forskriftskompetanse) og deltagelse i myndighetenes tilsyn med verdipapirmarkedet. Dertil leverer børsen tjenester på forretningsmessig grunnlag som ikke er regulert i lov. Det vises til *"Nærmere om børsens oppgaver og virksomhet"* i kapittel 9 hvor børsens oppgaver og virksomhet i dag er beskrevet.

Spørsmålet i dette kapitlet er primært i hvilken grad ny børslov med muligheter for endret organisasjonsform har betydning for hvilke oppgaver børser skal tillegges gjennom lov.

For *utvalget* har et poeng bak forslaget til endret organisasjonsform 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 børser skal kunne ha størst mulig fokus på kjernevirksomheten, organisering av kursnoteringene. En del av dette kan være å redusere de lovpålagte oppgaver som ikke har umiddelbar sammenheng med selve driften av markedsplassen. Som nevnt i *"Hovedhensyn ved regulering av børsvirksomhet"* i kapittel 15 antar utvalget at norsk børs da vil stå bedre rustet til å møte konkurransen fra utenlandske og uregulerte markeder. 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 oppfølgning 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. Innenfor de grenser som foreslås fastsatt for hva slags tilknyttet virksomhet børser kan drive med, kan børser også påta seg andre oppgaver av mer kommersiell art.

På denne bakgrunn må det vurderes hvordan de oppgaver børsen er tillagt i gjeldende lovgivning skal videreføres i ny lov. Særlig vil det vurderes hvorvidt børser bør tillegges oppgaver og gis myndighet overfor andre enn dem som har et direkte forhold til den enkelte børs, nemlig utstedere av børsnoterte instrumenter og børsmedlemmer.

Børsers forhold til forvaltningen og forvaltningsloven er nærmere beskrevet og vurdert i *"Børsers virksomhet – forholdet til forvaltningslovgivningen"* i kapittel 21.1.

20.2 Børsvirksomhet og tilknyttet virksomhet

Foretak med konsesjon som børs vil etter forslaget være forpliktet til å drive børsvirksomhet slik dette er definert i lovutkastet, jf nærmere beskrivelse i *"Reguleringsbehov og konsesjonsordninger"* i kapittel 16.

Utvalget har vurdert om objektive regler om hvordan børsvirksomhet skal drives bør suppleres med skjønnsmessige retningslinjer. I den svenske lov om børs- og clearingvirksomhets bestemmelse om sunnhetskrav (*"Sammendrag"* i kapittel 2 § 1) heter det eksempelvis:

> «En børs skall driva sin verksamhet så att allmännhetens förtroende för värdepappermarknaden upprättshålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras samt i övrigt så att verksamheten kan anses sund. Börsen skall därvid tillämpa principerna om *fritt tillträde* som innebär att var och en som uppfyller de krav som ställs i denna lag och av börsen får bli börsmedlem, *neutralitet* som innebär att av börsen uppställda regler tillämpas på ett likformigt sätt gentemot alle börsmedlemmar, och *god genomlysning* som innebär att børsmedlemmerna får en snabb, samtidig och korrekt information om handeln och att allmänheten får tillfälle att ta del av sådan information.»

Også den danske lov om verdipapirhandel m v inneholder en lignende bestemmelse, hvor det blant annet heter at børsens styre er ansvarlig for at børsvirksomheten foregår på en «hensiktsmessig og betryggende måte», og hvor det påhviler børsen blant annet å «virke for, at handel og kursnotering finder sted på en måde, der sikrer, at handelen og prisdannelsen på fondsbørsen foregår på en redelig og gennemskuelig måde og inden for lovgivningens rammer sikrer alle berørte en ligelig behandling» (§ 18).

Utvalget anser de prinsipper som er angitt i den svenske og danske loven som sentrale også for norsk børs. *Utvalget* antar 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. *Utvalget* vil derfor foreslå en regel om at børsen i sin virksomhet skal tilstrebe prinsipper om effektivitet, nøytralitet, likebehandling av aktører og god gjennomsiktighet i markedet, samt tilstrebe at markedet har tillit til at kursnoteringen gjenspeiler de noterte instrumentenes markedsverdi, se lovutkastet § 5-1.

I tillegg til børsvirksomhet, vil det av ulike grunner også kunne være interessant for børser å drive annen virksomhet. I reguleringen av næringslivet generelt er det ikke satt alminnelige begrensninger for hvilke virksomheter som kan drives i samme organisasjon eller konsern. For visse virksomhetstyper har imidlertid lovgiver lagt til grunn at det er behov for å begrense virksomhetsspekteret i tilknytning til særskilte virksomhetstyper. Dagens børslov setter virksomhetsbegrensninger for børser. I henhold til § 1-3 kan en børs bare drive børsvirksomhet og «virksomhet som naturlig henger sammene med dette». Tilsvarende begrensinger er gitt blant annet for oppgjørssentraler, VPS, finansinstitusjoner, forsikringsselskaper, forvaltningsselskaper for verdipapirfond og verdipapirforetak. Også dansk og svensk børsregulering inneholder tilsvarende begrensinger for foretak som driver børsvirksomhet.

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 *"Kapitalbehov og kapitalkrav – risikoforhold"* i kapittel 19.5 om kapitalkrav for børser.

I tillegg kan virksomhetsbegrensningene begrunnes i behovet for å verne om disse institusjonenes integritet og tillit. Som drøftet under *"Hovedhensyn ved regulering av børsvirksomhet"* i 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.

Det er etter dette flere argumenter som taler for at børsene bør underlegges virksomhetsbegrensninger. I motsatt retning taler hensynet til at børsene skal kunne drive den virksomhet den finner hensiktsmessig, blant annet ut fra at loven åpner for at børs kan drives etter forretningsmessig formål. Børsene må kunne organisere virksomheten på en måte som er mest mulig rasjonell. Rammereguleringen må derfor ikke stenge for at børsvirksomheten tillates integrert med virksomhet som ligger nært opptil børsvirksomheten, for derigjennom å kunne dra nytte av f eks stordriftsfordeler og strategisk samarbeid.

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 samarbeide må imidlertid børs fortsatt gis adgang til også å drive virksomhet som har naturlig sammenheng med børsvirksomheten. Det vises til lovutkastet § 5-2.

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 bivirksomhet til det å være et foretak som driver børsvirksomhet. Den andre kategori er virksomhet knyttet til andre deler av verdipapirkjeden enn selve børsvirksomheten.

Utvalget finner at børsen må kunne drive virksomhet som har preg av å være bivirksomhet til børsvirksomheten. Dette gjelder for eksempel salg av børsinformasjon, slik som Oslo Børs i dag driver gjennom datterselskapet AS Oslo Børs Informasjon. Likeledes må børsen kunne drive noe utleie av egne lokaler, salg av publikasjoner m v. Et annet eksempel på slik virksomhet som må ligge innenfor hva som her anses som tilknyttet virksomhet, er tjenester innenfor informasjonsteknologi. Det vises til at en rekke børser selv utvikler hele eller deler av handelssystem til eget bruk, som også tilbys til andre børser, som et supplement til andre inntektskilder. Om en bivirksomhet blir så omfattende at den ikke lenger anses som tilknyttet, vil måtte vurderes konkret. Det vises til *utvalgets* forslag om at Kongen i tvilstilfelle kan avgjøre om det foreligger tilstrekkelig sammenheng mellom den virksomhet som er aktuell å drive, og børsvirksomheten, se lovutkastet § 5-2.

Forsåvidt 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 som er beskrevet i *"Hovedhensyn ved regulering av børsvirksomhet"* i kapittel 15. En viktig del av *utvalgets* begrunnelse for at børs skal kunne organiseres som aksjeselskap, er nettopp at denne organisasjonsformen anses velegnet for eventuell sammenslåing og integrasjon med andre virksomheter m v, jf *"Utvalgets vurderinger av alternative organisasjonsformer"* i 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. I den forbindelse vises til beskrivelsene i *"Organisering av børsvirksomhet i enkelte andre land"* i kapittel 13 og *"Konkurranseforhold i Norge og internasjonalt"* i 14 av andre lands markeder, der børser ofte er organisatorisk integrert med annen virksomhet i verdipapirmarkedet. Det vises til den nærmere vurdering av ulike tilknyttede virksomhetsområder nedenfor.

Etter *utvalgets* mening må børsens i utgangspunktet selv kunne velge om virksomhet som har naturlig sammenheng med børsvirksomheten skal drives integrert innen børsvirksomhetsforetaket eller i datterselskap. Virksomhet som naturlig henger sammen med børsvirksomheten kan imidlertid komme i konflikt med de hensyn som ligger til grunn for virksomhetsbegrensningsreglene. *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 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.

I det følgende vurderes eksempler på virksomhet knyttet til andre deler av verdipapirkjeden i forhold til spørsmålet om tilknyttet virksomhet:

Etter *utvalgets* mening må oppgjørsvirksomhet slik dette er regulert i verdipapirhandelloven kapittel 6 regnes som virksomhet som naturlig henger sammen med børsvirksomhet i forhold til virksomhetsbegrensningsreglene. Slik virksomhet har en nær sammenheng med virksomheten som derivatbørs, i det oppgjørsfunksjonen er en forutsetning for derivathandelen på børs. I NOU 1996:2 Verdipapirhandel, side 181 og 185 drøfter Verdipapirhandellovutvalget hvorvidt børs- og *oppgjørs*virksomhet bør kunne drives i en integrert enhet. Fra side 181-182 hitsettes:

> «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 oppgjørs-

virksomhet 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 etableringskonkurranse 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 oppgjøret.»

I Ot prp nr 29 (1996-97) side 118 viser Finansdepartementet i tilknytning til disse spørsmål til den planlagte nedsettelsen av nærværende utvalg.

Børslovutvalget slutter seg til Verdipapirhandellovutvalgets vurdering av at oppgjørsvirksomhet har nær sammenheng med børsvirksomhet. *Børslovutvalget* er imidlertid i tvil om oppgjørsvirksomhet skal kunne drives integrert i børsen. 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. Se lovutkastet § 5-2 tredje ledd.

Et neste spørsmål er om børsen skal kunne drive autorisert markedsplass, og i hvilken form. Etter *utvalgets* oppfatning vil opptak av unoterte finansielle

instrumenter til handel på en autorisert markedsplass være virksomhet som har naturlig sammenheng med børsvirksomhet. Det som skiller disse to virksomhetene er at børsen opptar aksjeselskaper, obligasjoner m.v til offisiell notering, mens autoriserte markedsplasser opptar tilsvarende finansielle instrumenter til handel, som pr definisjon ikke er offisiell notering, fordi det stilles mindre strenge krav til de finansielle instrumenter som opptas til handel og utstedere av disse. For børsen er dette aktuelt for verdipapirer som ikke er notert på den samme børsen.

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.

Et tredje spørsmål er hvorvidt en børs skal kunne drive markedsplass for andre produkter enn finansielle instrumenter. Mest nærliggende er valuta eller råvarer, og særlig råvarederivater. Råvarederivater i dag er ikke definert som finansielle instrumenter i den norske verdipapirhandelloven. I enkelte andre land, blant annet Sverige, er råvarederivater med kontantoppgjør definert som et finansielt instrument, og således underlagt verdipapirhandelloven. Etter det *utvalget* kjenner til, er spørsmålet hvorvidt råvarederivater med kontant oppgjør skal regnes som finansielle instrumenter et aktuelt spørsmål internasjonalt. Som eksempel på slik virksomhet vises til beskrivelse av kraftderivatmarkedet i *"Kraftderivatmarkedet"* i kapittel 11.4. *Utvalget*viser for øvrig til at Finansdepartementet i september 1998 har nedsatt et utvalg som skal utrede spørsmål knyttet til regulering av handel i varederivater, herunder en vurdering av behovet for offentlig rettslig regulering av handel og av oppgjørsvirksomhet med varederivater. Det nevnte utvalget skal i henhold til mandatet utforme et konkret forslag til regelverk. Se nærmere i *"Særlig om varederivatmarkedet"* i kapittel 11.6.

Etter *utvalgets* syn vil i utgangspunktet driften av en markedsplass for varederivater med kontantoppgjør ligge så nært opp til virksomheten som børs for finansielle instrumenter, at den bør kunne drives av børs. 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.

I dag er Verdipapirsentralen gitt enerett til rettighetsregistrering av finansielle instrumenter. 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 *"Verdipapirsentralen (VPS)"* i 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/ret-

tighetssentral 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.

Virksomhet som hverken kan anses som bivirksomhet til børsvirksomhet eller relatert til verdipapirkjeden for øvrig, vil som et utgangspunkt anses å være såvidt fjernt fra børsvirksomhet at børs ikke bør gis anledning til å drive dette.

20.3 Forholdet mellom lovbestemte oppgaver og forretningsvilkår

Etter dagens lov er børsens oppgaver og utøvelse av myndighet i hovedsak regulert av børslov og børsforskrift som fastsettes av Kongen (delegert til Finansdepartementet). På enkelte angitte områder er børsstyret gitt kompetanse til å fastsette nærmere regler, jf *"Regelkompetanse"* i kapittel 9.2 ovenfor. I tillegg driver børsen som nevnt virksomhet som ikke er direkte regulert i lov og forskrift, som således ikke behandles her.

Som nevnt i *"Innledning"* i kapittel 20.1 har *utvalget* lagt vekt på å redusere børsens tilknytning til offentlig forvaltning, blant annet for å øke børsers fleksibilitet og konkurranseevne. Et element i denne sammenheng er å redusere de lovpålagte oppgaver som ikke har umiddelbar sammenheng med selve driften av markedsplassen og å gi børser frihet til å fastsette egne regler (forretningsvilkår) innenfor de minstekrav lov og forskrifter fastsetter.

Fastleggelse 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 ulike EØS-direktiv som er omtalt i *"Internasjonale rammebetingelser for børsvirksomhet"* i kapittel 12. Som en følge av investeringstjenestedirektivets definisjon av regulert marked, skal f eks visse minimumskrav for tilgang til markedsplassen, gjennomsiktighet m v, følge av bestemmelser som er gitt eller godkjent av offentlige myndigheter. Siden dette er folkerettslige forpliktelser, og det i utvalgets utkast er forutsatt at børser skal være private rettssubjekt, bør direktivkravene oppfylles i generelle lov- og forskriftsbestemmelser. De grunnleggende kravene vil da være like for alle børser. Siden de ulike direktivkravene er omfattende og dels detaljerte, vil det av tekniske grunner være hensiktsmessig å fastsette hovedregler og prinsipper i loven, med kompetanse til Kongen til å gi de nødvendige forskrifter.

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. Se nærmere i *"Konsesjonsbehandling"* i kapittel 23 og *"Tilsyn med børser og autoriserte markedsplasser"* i 24.

Etter *utvalgets* syn bør reguleringen av børsvirksomhet, herunder forholdet mellom brukere og børs, således deles i tre nivåer:

For det første foreslås som nevnt børsloven å fastsette de generelle prinsipper for organisering og drift av børser. Denne må som i dagens lov angi de nødvendige hovedregler forsåvidt 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 over-

late detaljregulering til forskrifter og standardvilkår, kan reguleringen ha en viss fleksibilitet ved endrede rammebetingelser og behov.

På neste nivå vil forskrifter fastsatt av Kongen, eller departementet eller annet organ etter delegasjon, inneholde mer detaljerte regler. 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.

På det tredje nivået fastsetter børsen selv den resterende regulering av forholdet mellom børsen og dets brukere. 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 for øvrig til at denne tredeling av regelverket dels eksisterer i dag. Det vises for eksempel til at standardvilkårene for derivater i dag er regulert av et regelverk fastsatt av børsstyret, og som i stor grad må kunne betegnes som privatrettslige forretningsvilkår, jf NOU 1996:2 Verdipapirhandel side 176. På den annen side er det antatt at børsens handelsregler gitt i medhold av børsforskriften *"Organisering av børsvirksomhet i enkelte andre land"* i kapittel 13 må regnes som forskrifter i henhold til forvaltningslovens definisjon.

Investeringsdirektivets forutsetning om godkjenning av reguleringen, kan oppfylles ved at tilsynsmyndigheten gis myndighet til å kreve endringer, dersom disse ikke oppfyller bestemmelser i eller i medhold av lov. For at tilsynsmyndigheten skal kunne vurdere om børsens regler og forretningsvilkår er i samsvar med lov, forskrifter eller direktiver, foreslås i lovutkastet § 5-1 tredje ledd at børsen skal sende inn sine regler og forretningsvilkår, og endringer i disse, til Kredittilsynet. 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.

20.4 Nærmere om børsers oppgaver

20.4.1 Innledning

Utvalgets forslag om at børs blant annet skal kunne drives som aksjeselskap med private eiere, vil kunne få betydning for hvilke oppgaver og hvilken myndighet børser bør ha. Under en slik organisasjonsform vil børsen kunne bli

mer forretningsorientert, og få et mindre offentligrettslig preg. I den forbindelse har *utvalget* i *"Klageordninger, børsers sanksjonsmuligheter og forholdet til forvaltningslovgivningen"* i kapittel 21 vurdert om børsen i henhold til forvaltningslovens definisjon er å anse som forvaltningsorgan.

Utvalgets mandat legger opp til en vurdering av hvilke oppgaver en børs skal ha, herunder kontrollkompetanse og regelkompetanse, men forutsetter ikke noen fullstendig og detaljert gjennomgang av innholdet av disse oppgavene. *Utvalget* legger uansett i hovedsak opp til en videreføring av de bestemmelser som beskriver børsens virksomhet og forholdet mellom børs og brukere. Som del av det utkast til ny lov *utvalget* foreslår, er det likevel nødvendig og naturlig å foreta en viss tilpasning og vurdering av reglenes utforming og innhold, sett i lys av den tid som er gått siden dagens lov ble vedtatt, og de endringer som *utvalget* for øvrig foreslår.

Utvalget tar som utgangspunkt at loven ikke skal angi hvilke av børsens organer som skal ha de ulike oppgaver som loven tillegger børsen. Det vises til at en rekke oppgaver i dagens lov uttrykkelig er lagt til børsstyret eller børsdirektøren. Bakgrunnen for dette er blant annet forutsetningene om at børsstyret etter dagens børslov blant annet skal ha verdipapirfaglig kompetanse. Med *utvalgets* forslag om at børsstyret velges av generalforsamlingen, jf *"Generalforsamling"* i kapittel 18.3 og *"Styret"* i 18.5, vil et styre ikke nødvendigvis måtte ha omfattende verdipapirfaglig kompetanse. Fordeling av kompetanse mellom styre og daglig ledelse vil således måtte gjøres etter alminnelige aksjerettslige regler, jf bl a allmennaksjeloven kapittel 6 del II. Det vises til at dette system allerede er anvendt i verdipapirhandelloven av 1997, jf bemerkninger om dette i NOU 1996:2 Verdipapirhandel side 155, i forbindelse med at ansvaret for prospektkontrollen ble lagt til «børsen». Med en slik fordeling av kompetanse må det antas at en rekke av de sakene som i dag behandles av børsstyret vil kunne behandles av børsens daglige ledelse. Dette gjelder f eks opptak av finansielle instrumenter til notering, opptak av nye børsmedlemmer m v. Styret vil således i tråd med *utvalgets* generelle hovedhensyn ved regulering av børsvirksomhet, jf blant annet i *"Forhold ved den enkelte børs som fremmer konkurransedyktighet"* i kapittel 15.3.3, kunne fokusere på selve driften av markedsplassen og trekke opp retningslinjer for den øvrige virksomhet og for intern kontroll og organisering m v, i stedet for å være pålagt å behandle et stort antall enkeltsaker. At den personelle kompetanse ikke er fastsatt i lov, vil også kunne åpne for at visse sakstyper behandles av egne utvalg, bestående av for eksempel styremedlemmer, eksterne personer og ansatte ved børsen. Det vises i den forbindelse til Stockholms Fondbörs' bolagskomite, jf *"Sverige"* i kapittel 13.2.

For øvrig nevnes at *utvalget* – i lys av det samlede lovforslag som fremlegges – ikke har funnet grunn til å videreføre en lovfestet plikt for børs til å gi informasjon vedrørende børsens virksomhet, verdipapirhandel sin alminnelighet og vedrørende foretak hvis verdipapirer er notert, jf gjeldende børslov § 1-5 annet ledd. For øvrig vises til at slik opplysningsvirksomhet vil være en del av formålet for den børsstiftelse som vil opprettes ved eventuell omdannelse av eksisterende børs, jf *"Nærmere om børsstiftelsen – og dens formue"* i kapittel 25.5.4.

20.4.2 Organisering av kursnoteringene – tekniske systemer

Opptak av verdipapirer og organisering og gjennomføring av kursnotering vil fortsatt være kjernen i børsens virksomhet. Om selve opptakskravene vises til

"Opptak til offisiell notering, strykning og suspensjon" i kapittel 20.4.5 nedenfor. 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 *"Regulering av børsvirksomhet"* i kapittel 16.2. Dagens lov inneholder ikke særskilte krav til børsens system for kursnotering, blant annet fordi loven ble vedtatt omtrent samtidig med at Oslo Børs erstattet den daglige børsnotering etter auksjonsprinsippet med en kombinasjon av elektronisk handelsstøttesystem og telefon, jf *"Teknisk organisering av kursnoteringene/markedsplassen"* i kapittel 9.7. Som nevnt i *"Teknisk organisering av kursnoteringene/markedsplassen"* i kapittel 9.7 skal kombinasjonen handelsstøttesystem og telefon for aksjehandel erstattes av et elektronisk handelssystem tidlig i 1999.

I *"Konkurranseforhold i Norge og internasjonalt"* 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. Som det er redegjort for i *"Teknologisk utvikling"* i kapittel 14.1.2 medfører også teknologibasert handel fare for systemrisiko.

I *"Innledning og oversikt – behovet for et effektivt og velfungerende marked for verdipapirer i Norge"* i kapittel 4, 5 og 15 er børsens samfunnsmessige rolle som nødvendig infrastruktur i kapitalmarkedet omtalt. 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 imidlertid 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 værdipapirhandelssystemer og informationssystemer er til rådighed». Hensikten er særlig å sikre tilstrekkelig fokus på den systemtekniske siden hos børsens organer, inkludert kontrollkomitéen, samt hos tilsynsmyndigheten. Det vises til utkast til ny lov § 5-1 annet ledd. 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 børsgulv med fysisk tilstedeværelse. Behovet for systemer vil særlig avhenge av børsvirksomhetens omfang. Loven bør 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. 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.

20.4.3 Regler om kursnotering

Regler om kursnoteringene følger i dag dels av børsloven §§ 4-5 og 4-6, dels av børsforskriften *"Organisering av børsvirksomhet i enkelte andre land"* i kapittel 13, og dels av mer detaljerte handelsregler fastsatt av børsen selv med hjemmel i børsloven og børsforskriften. Regelverket for handel i derivater er i sin helhet fastsatt av børsstyret med hjemmel i børsforskriften § 1-3 og som standardvilkår på avtalerettslig grunnlag. Det vises til nærmere beskrivelse ovenfor i *"Børsmedlemskap – regler for gjennomføring av kursnoteringen"* i kapittel 9.8.

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 *"Investeringstjenestedirektivet – ISD"* i kapittel 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».

Utvalget foreslår at børsloven angir at kursnoteringene skal foregå gjennom de kjøpstilbud, salgstilbud og avsluttede handler som finner sted på eller rapporteres til børsen, se lovutkastet § 5-3. Børsen må offentliggjøre opplysningene på en måte som sikrer god gjennomsiktighet og som minimum oppfyller kravene etter investeringstjenestedirektivet artikkel 21, se ovenfor i *"Krav til gjennomsiktighet i markedet"* i kapittel 12.2.2.3, og om de generelle hensyn i *"Tillitskapende og velordnet"* i kapittel 15.4. Det foreslås videre at børsen som i dag skal pålegges å oppbevare registreringer over innrapporterte opplysninger i minst 10 år, og holde dem offentlig tilgjengelige. De nærmere minimumskrav til kursnoteringene, børsmedlemmenes rapporteringsplikt og børsens offentliggjøring av opplysningene foreslås fastsatt av Kongen. Verdipapirforetakenes rapporteringsplikt etter investeringstjenestedirektivets artikkel 20, jf *"Verdipapirforetakenes rapporteringsplikt"* i kapittel 12.2.2.5.4 ovenfor, forutsettes som i dag regulert i forskrift etter verdipapirhandelloven, jf ny § 12-2 tredje ledd (tidligere § 7-2).

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.

20.4.4 Medlemskap

Medlemskap på børsen er i dag regulert i børsloven kapittel 3 og børsforskriften *"Andre institusjoner i markedet for verdipapirer og varederivater i Norge"* i kapittel 11 og *"Internasjonale rammebetingelser for børsvirksomhet"* i 12. Oslo Børs har i tillegg fastsatt nærmere bestemte medlemsvilkår, som regulerer avtaleforhold mellom børsen og medlemmene. Det vises for øvrig til nærmere beskrivelse av dagens regelverk i *"Børsmedlemskap – regler for gjennomføring av kursnoteringen"* i kapittel 9.8. Som det fremgår er utgangspunktet at verdipapirforetak med tillatelse etter verdipapirhandelloven til å drive yte den relevante type investeringstjenester, kan søke om medlemskap på børsen. Regelverket åpner i prinsippet også for at foretak uten slik tillatelse kan delta, men vil etter verdipapirhandellovens krav til konsesjon da bare kunne handle for egen regning.

Investeringstjenestedirektivets definisjon av regulert marked forutsetter at dette har regler som blant annet fastlegger «vilkårene for adgang til markedet».

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. Det foreslås at regelverket gjøres uavhengig av om børsmedlemmet er verdipapirforetak og således kan ha tillatelse til å handle for andres regning, eller bare kan handle for egen regning. 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 forsåvidt gjelder handel i egen regning, dersom de øvrige vilkår er oppfylt.

De generelle vilkårene for å bli medlem foreslås knyttet til at medlemmet har en forsvarlig ansvarlig kapital, formålstjenlig organisasjon, tilstrekkelige tekniske systemer, og for øvrig anses skikket til å delta i kursnotering. For øvrig må medlemmet ha de offentlige tillatelser som er nødvendig for å drive den virksomhet som børsmedlemskapet etter sin art forutsetter. Kravet gjelder bare der offentlige tillatelser er påkrevet, slik at det etter dagens lovgivning normalt ikke vil være krav om offentlige tillatelse for investorers eventuelle medlemskap på børs begrenset til handel i egen regning. Det foreslås at Kongen kan fastsette nærmere regler om vilkår for medlemskap og medlemmers forpliktelser. Det vises til utkast til lov § 5-4.

Gjeldende regler om opphør av børsmedlemskapet i børsloven § 3-2 foreslås videreført. Det foreslås at børsen kan beslutte opphør av medlemskapet dersom medlemmet ikke lenger oppfyller vilkårene for medlemskapet. Dessuten kan børsen bestemme at børsmedlemskapet skal opphøre eller suspenderes dersom et medlem opptrer i strid med lov eller forskrifter gitt i medhold av lov. Det foreslås at børsen også kan treffe slike vedtak dersom børsens forretningsvilkår vesentlig misligholdes. *Utvalget* anser det som unødvendig å videreføre den del av lovbestemmelsen som regulerer børsens vedtak om advarsel overfor børsmedlem, ettersom en slik uttalelse ikke vil kreve særskilt hjemmel. Se lovutkastet § 5-5.

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 forhold som vedrører børsmedlemskapet. For øvrig vises 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. Etter at 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 medlemsforetakene. Medlemsforetakene vil være ansvarlig for at deres ansatte følger de gjeldende regler. For øvrig vil 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.

Utvalget foreslår en videreføring av medlemmenes og deres ansattes opplysningsplikt overfor børsen etter børslovens § 4-8, jf lovutkastet § 5-4 femte ledd. Det presiseres i lovutkastet at plikten også gjelder børsmedlemmenes tillitsvalgte.

20.4.5 Opptak til offisiell notering, strykning og suspensjon

Opptak av finansielle instrumenter foretas i dag av børsen i henhold til vilkår i børsloven §§ 4-2 og 4-3 første ledd, børsforskriften, samt standardvilkårene for handel med derivatkontrakter. Det vises til nærmere omtale i *"Opptak til kursnotering, strykning og suspensjon"* i kapittel 9.4. Strykning og suspensjon av finansielle instrumenter er regulert av samme regelverk.

Opptak til offisiell børsnotering av aksjer og obligasjoner er underlagt kravene i direktivet om samordning av vilkårene for opptak av verdipapirer til offisiell notering på en fondsbørs (opptaksdirektivet, Rdir 79/279/EØF) se *"Opptaksdirektivet"* i kapittel 12.2.3, som er ansett inkorporert i norsk rett gjennom børsforskriftens bestemmelser. For opptak av derivater gjelder ikke opptaksdirektivet.

Utvalget anser det som naturlig at det fortsatt er den enkelte børs som beslutter *opptak* av finansielle instrumenter til notering, samt *strykning og suspensjon* fra notering. Det kunne tenkes alternative løsninger der et offentlig organ er tillagt slik kompetanse, men dette anses som lite hensiktsmessig i Norge. 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.

Etter gjeldende børslov § 4-3 første ledd kan opptak til børsnotering skje «dersom de finansielle instrumentene antas å ha allmenn interesse og kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning». For avgjørelser av om et verdipapir (i hovedsak aksjer og obligasjoner) skal tas opp til kursnotering skal det i henhold til bestemmelsen «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, det vil si derivater, kan etter bestemmelsen «skje dersom det foreligger en betydelig handel med betryggende kursfastsettelse i den eller de underliggende instrumentene».

Det foreslås at lovens vilkår for opptak, strykning og suspensjon videreføres også i ny lov, jf lovutkastet §§ 5-6, 5-8 og 5-9. Det foreslås presisert at utsteder av finansielle instrumenter som søker børsnotering av omsettelig

verdipapir skal utarbeide prospekt som skal offentliggjøres før kursnotering begynner. Børsen vil videre kunne bestemme at det skal utarbeides prospekt eller annet informasjonsmateriale ved opptak av finansielle instrumenter som ikke er omsettelige verdipapirer (se definisjon i verdipapirhandelloven § 1-2). For øvrig foreslås at Kongen kan fastsette nærmere regler om minstekrav for opptak til notering.

Etter forslaget vil børsen altså kunne suspendere finansielle instrumenter fra notering dersom særlig grunner tilsier det, jf lovutkastet § 5-9.

Som nevnt foreslås videre dagens regler om strykning av instrumenter fra notering i hovedtrekk videreført, jf lovutkastet § 5-8. Etter disse bestemmelsene kan strykning av aksjer også finne sted etter søknad, dersom aksjeeierne i den eller de aksjeklasser som er notert beslutter dette med flertall som for vedtektsendringer. Alle instrumenter kan besluttes strøket fra notering av børsen dersom de ikke lenger tilfredsstiller vilkårene for opptak eller hvis særlige grunner for øvrig tilsier det.

Utvalget ser imidlertid ikke noen grunn til å videreføre bestemmelsen i børsloven § 4-3 annet ledd om at et aksjeskap som har flere aksjeklasser i utgangspunktet må søke hver enkelt aksjeklasse opptatt til notering. 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.

20.4.6 Utstedernes informasjonsplikt og andre forpliktelser

Utstedere av børsnoterte verdipapirer har en rekke forpliktelser overfor børsen som er regulert i børsloven og i børsforskriften. Sentral blant disse forpliktelsene står informasjonsplikten etter børsloven § 4-7 og børsforskriften § 5-2 m v og som består i en plikt til å informere om løpende forhold av ikke uvesentlig betydning for kursen på verdipapirene. Videre er det fastsatt plikt til å offentliggjøre regnskaper, samt plikt til å offentliggjøre prospekter ved opptak til børsnotering og andre nærmere bestemte begivenheter. Det vises til beskrivelse i *"Utstedernes informasjonsplikt"* i kapittel 9.10 og *"Andre kontroll- og tilsynsoppgaver"* i 9.12.

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. Det vises til nærmere beskrivelse av direktivene i *"Opptaksdirektivet"* i kapittel 12.2.3 og *"Halvårsdirektivet"* i 12.2.4.

Minstekravet for utstederens informasjonsplikt etter opptaksdirektivet 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 passiva, dets økonomiske stilling eller dets virksomhet generelt kan føre til betydelige kurssvingninger for selskapets aksjer», jf opptaksdirektivet oversikt C nr 5a. Etter børsforskriften og børsklagenemndens praksis er kravet 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 formulert annerledes i børsforskriften enn i opptaksdirektivet, jf børsforskriften § 10-2 første ledd og opptaksdirektivet oversikt D nr 4. Det fremgår

uttrykkelig av direktivet at medlemsstatene med enkelte unntak kan stille strengere krav.

Opptaksdirektivet åpner for at det kan fritas fra plikten «dersom offentliggjøring av visse opplysninger kan være til skade for selskapets rettmessige interesser», jf oversikt C nr 5a og for obligasjoner, oversikt D nr 4a. Børsloven § 4-7 annet punktum åpner også for det i «spesielle tilfelle og når særlige grunner taler for det kan <det> bestemmes at opplysningene bare gis til børsstyrets leder, børsdirektøren eller børsdirektørens stedfortreder». Nærmere regler om unntakshjemmelen er gitt i børsforskriften § 23-2 tredje og fjerde ledd.

Av opptaksdirektivet følger også plikter til å ha og håndheve regler blant annet om verdipapirers *frie omsettelighet og likebehandling* for utstedere av børsnoterte instrumenter. Minstekrav til regnskapsrapportering følger av halvårsdirektivet (Rdir 82/121/EØF).

Utvalget foreslår en videreføring av dagens lov ved at loven gir en hjemmel til å fastsette forskrifter om hvilke forpliktelser utstedere av børsnoterte verdipapirer har til å offentliggjøre slike opplysninger, og hvordan dette skal finne sted. 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 *"Utstedernes informasjonsplikt"* 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.

Etter børsprospektdirektivet (Rdir 80/390 EØF) se *"Prospektdirektivene"* i 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 3. 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), som også er nærmere omtalt nedenfor i *"Prospektkontroll ved offentlige tilbud"* i kapittel 20.4.7.1.

Børsen bør etter *utvalgets* syn fortsatt ha ansvaret for kontroll med prospekter for verdipapirer som søkes børsnotert etter reglene i børsprospektdirektivet. 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.

Utvalget foreslår 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, se lovutkastet § 5-7 tredje ledd. For ordens skyld foreslås også presisert at plikten også gjelder utstederes tillitsvalgte.

Utvalget har ikke funnet grunn til å videreføre bestemmelsene i børsloven § 4-9 om begrensninger i adgangen til utstedelse av aksjer etter styrefullmakt for et børsnotert foretak som befinner seg i en overtagelsessituasjon. 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.

Dagens børslov § 4-4 første ledd angir at nye aksjer utstedt av børsnotert aksjeselskap skal opptas til notering når det bekreftes at kapitalforhøyelsen er registrert i foretaksregisteret og de nye aksjene registrert i Verdipapirsentralen. *Utvalget* antar en slik lovbestemmelse ikke er nødvendig eller hensiktsmessig i en ny lov, og den hensyntar heller ikke avvikende løsninger for utenlandske aksjeselskaper. Den enkelte børs er nærmest til selv å regulere dette i sine standardvilkår.

20.4.7 Andre kontroll- og tilsynsoppgaver

20.4.7.1 Prospektkontroll ved offentlige tilbud

Børsen er i verdipapirhandelloven kapittel 5 tillagt håndhevelse og kontroll av *prospekter ved offentlige tilbud* om tegning eller kjøp av verdipapirer. Bestemmelsene oppfyller direktivkravene etter 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, jf nærmere omtale i *"Prospektdirektivene"* i kapittel 12.2.5. Børsen er også tillagt beslutningsmyndighet og enkelte forskriftshjemler. Hva slags innhold prospekter skal ha, og hva slags kontroll som skal føres, bestemmes av om de verdipapirer prospektet gjelder er (eller søkes) børsnotert eller ikke. For verdipapirer som er eller søkes børsnotert, skal børsen foreta forhåndskontroll, jf verdipapirhandelloven § 5-7, mens andre prospekter bare skal registreres, jf § 5-8. Etter Finansdepartementets forskrift av 7. november 1997 om krav til opplysninger i prospekt ved offentlig tilbud om tegning eller kjøp av omsettelige verdipapirer, er det i tråd med Rdir 89/298/EØF fastsatt strengere krav til prospekt hvor verdipapirene er eller søkes børsnotert. De samme hensyn som tilsier at børs har kontroll med prospekter som skal utarbeides i henhold til børsprospektdirektivet, jf 20.4.6 ovenfor, tilsier at den bør ha dette ansvaret for kontroll av prospekter utarbeidet med grunnlag i verdipapirhandelloven, d v s for verdipapirer som er eller søkes børsnotert ved den aktuelle børs. Regelmessig vil også ett og samme prospekt ta sikte på å oppfylle kravene både til børsopptak- og emisjonsprospekter.

Det kan imidlertid stilles spørsmål om børser bør ha ansvaret for registrering av *prospekter for unoterte verdipapirer*. 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 vurderes å legge registreringsordningen til et forvaltningsorgan. Kredittilsynet har tilsyn med verdipapirmarkedet. En annen mulighet er å legge registreringsordningen til Brønnøysundregistrene, som har elektroniske systemer og kompetanse til å håndtere lovbestemte registreringsordninger med kontroll av blant annet aksjeselskaps vedtak m m.

Utvalget vil foreslå at registreringsordningen legges til Brønnøysundsregistrene og begrunner dette med at registrenes kompetanse og erfaring gjør det til et egnet forvaltningsorgan for oppgaven, og at det ikke er behov for den nærhet til verdipapirmarkedet som Kredittilsynet eller børsen representerer. Videre vises 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. Forslaget medfører endringer i verdipapirhandelloven og foretaksregisterloven, jf lovutkastet § 11-2.

Utvalget forutsetter at samme organ som er tillagt registrering vil håndtere dispensasjonssøknader og andre avgjørelser forsåvidt 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. Denne kompetansen vil derfor etter forslaget ligge til Brønnøysundregistrene, forsåvidt gjelder tilbud om verdipapirer som ikke er børsnotert, og til den børs der verdipapirene er eller søkes børsnotert når det er aktuelt. Samme myndighet foreslås gitt hjemmel til å kreve gebyr i henhold til § 5-9. Det er naturlig at Kredittilsynet som tilsynsmyndighet for overholdelse av verdipapirhandellovens bestemmelser, jf vphl § 12-1 annet ledd, er Brønnøysundregistrenes overordnede organ i denne sammenheng. 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. For børsens avgjørelser vil fortsatt Børsklagenemnden være klageorgan, jf *"Klageordninger, børsers sanksjonsmuligheter og forholdet til forvaltningslovgivningen"* i kapittel 21. Det vises ellers til lovutkastet § 11-2.

20.4.7.2 Tilbudsplikt og frivillige tilbud

Børsen er tillagt tilsyn og kontroll med overholdelse av reglene i verdipapirhandelloven kapittel 4 om tilbudsplikt og frivillige tilbud om oppkjøp av aksjer, og er i den forbindelse tillagt vedtakskompetanse i ulike sammenhenger. Regelverket bygger ikke på direktivforpliktelser, selv om det forelig-

ger et forslag fra EU-kommisjonen til et 13. selskapsdirektiv, jf nærmere omtale i NOU 1996:2 Verdipapirhandel, side 103. Det vises til nærmere beskrivelse av børsens oppgaver og myndighet i den forbindelse i *"Tilbudsplikt og frivillige tilbud"* i kapittel 9.12.3.

Regler om tilbudsplikt og frivillig tilbud retter seg i hovedsak mot investorer, som ikke på samme måte som utstedere og børsmedlemmer har et direkte forhold til en børs. Med utvalgets forslag om at børser ikke skal være del av den offentlige forvaltning, og at børser med annen organisasjonsform vil kunne ha større behov for å fokusere på organisering av selve markedsplassen, kan det stilles spørsmål om børser bør tillegges direkte myndighet overfor investorer, som børsen ikke har noe direkte avtaleforhold til. Det vises til at *utvalget* generelt anser det som viktig at børsen for å være konkurransedyktig og effektiv, i størst mulig grad bør gis anledning til å drive sin virksomhet som et ordinært næringsdrivende foretak, se *"Hovedhensyn ved regulering av børsvirksomhet"* i kapittel 15. At børser som etter utvalgets forslag vil kunne være privateide, skal pålegges å bruke ressurser og vedlikeholde kompetanse på å håndheve denne type regler, kan synes lite forenlig med disse hensyn. Børsens forvaltning av tilbudspliktreglene vil også kunne reise interessekonflikter i forhold til børsens øvrige virksomhet. Videre kan det tenkes belastende for en børs å måtte ta avgjørelser som er upopulære overfor børsens direkte brukere eller kunder, uten at avgjørelsene har tilknytning direkte til børsens profil og strategi.

Dersom det opprettes flere børser i Norge, vil det kunne være fare for ulik praksis mellom disse dersom kompetansen tilligger den enkelte børs. Børsens praksis vedrørende tilbudsreglene kan imidlertid påklages til Børsklagenemnden, og forsåvidt vil en felles klagenemnd kunne bidra til enhetlig praksis.

På den annen side er det gode argumenter for å la denne oppgaven fortsatt ligge hos børsen. Dagens børs har faglig kompetanse og erfaring med håndtering av regelverket, og har en nærhet til markedet som gjør at overvåkning av at reglene overholdes blir en del av den øvrige overvåkning av markedene. Dette er kompetanse som i tilfelle vil måtte bygges opp hos et eventuelt annet organ som tillegges oppgaven. Riktignok gjelder det samme for eventuelle nye børser, som i tilfelle ville tillegges håndhevelsesmyndigheten for de selskapene som de har notert. Regelverket om offentlig tilbud forutsetter også en aktiv og effektiv oppfølgning, relativt raske avgjørelser og uttalelser for at reglene skal fungere på en smidig måte. Dette har fungert godt med børsen som håndhever og Børsklagenemnden som klageorgan. Selv om tilbudsreglene i hovedsak retter seg mot investorer, er de en del av den særlige investorbeskyttelse og minoritetsvern som gjelder for aksjonærer i (norske) børsnoterte foretak. Håndhevelse av slike regler vil derfor kunne sies å være del av børsens produkt.

I enkelte andre land ligger denne kompetansen til selvregulerende organer utenfor børsen, f eks det britiske Take-Over Panel. EU-kommisjonens utkast til 13. selskapsdirektiv om overtakelsestilbud, angir at medlemsstatene skal utpeke den myndighet som skal overvåke og eventuelt treffe avgjørelser knyttet til overtakelsestilbud. I Norge er reglene om tilbudsplikt og frivillige tilbud lovregulert, i motsetning til f eks i Sverige og England, der de følger av anbefalinger fra selvregulerende organer. Heller ikke i Norge er overtredelse straffesanksjonert, men kan følges opp med ileggelse av løpende dagmulkt til fordel for statskassen som kan tvangsgjennomføres av børsen.

Etter *utvalgets* vurdering foreligger tre alternativer; den børs der foretaket er notert, Kredittilsynet eller et eget nytt organ. Det sistnevnte vil i tilfelle

kunne organiseres som en nemnd med juridisk og økonomisk kompetanse, og med et fast ansatt sekretariat som f eks ville kunne plasseres på en eller flere børser.

Utvalget mener det vil være lite hensiktsmessig og lite effektivt å bygge opp et eget organ for å håndheve reglene om offentlige tilbud, særlig fordi hyppigheten av saker er svært ujevn.

Etter en samlet vurdering av de ovennevnte hensyn mener *utvalget* – under noe tvil – at håndhevelse av reglene om offentlig tilbud fortsatt bør tilligge børsen. *Utvalget* anser at en overføring av disse oppgavene til Kredittilsynet ville være lite naturlig og hensiktsmessig i lys av Kredittilsynets formål og virksomhet.

I den utstrekning det etableres flere børser vil forvaltningen av tilbudsreglene tilligge den børs hvor aksjene er notert, eventuelt primærbørsen dersom samme selskap er notert på flere børser.

20.4.7.3 Flagging, meldeplikt, innsidehandel, handleforbud, kursmanipulasjon, god forretningsskikk m v

Børsen er i verdipapirhandelloven tillagt en rekke oppgaver i hovedsak som mottager og formidler av informasjon knyttet til verdipapirhandel i børsnoterte instrumenter. I tillegg skal børsen etter børsloven § 1-5 medvirke i myndighetenes tilsyn med verdipapirhandelen, mens den etter verdipapirhandelloven § 12-1 skal gi meddelelse til Kredittilsynet dersom den 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 loven. Etter børsloven § 4-5 annet ledd skal børsen også sørge for at kursnoteringene skjer i overensstemmelse med lov og kravene til god forretningskikk. Det vises til omtale også i *"Andre kontroll- og tilsynsoppgaver"* i kapittel 9.12 og *"Det offentliges myndighet og oppgaver vedrørende børsen"* i 8.4. Kredittilsynet og Oslo Børs har samordnet tilsynsoppgavene i en samarbeidsavtale som er nærmere omtalt i *"Det offentliges myndighet og oppgaver vedrørende børsen"* i kapittel 8.4.

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.

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 forretningskikk 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 overtredelser 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 *"Børsers sanksjoner"* i kapittel 20.4.8 nedenfor.

Børser bør fortsatt 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. 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. Overvåkning og kontroll av reglene bør som i dag tilligge både Kredittilsynet og børs. Det vil i den forbindelse være et hensiktsmessighetsspørsmål hvem som skal foreta den nærmere oppfølgning 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 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. Det samme gjelder dels oppfølgning av lister over mottagere av fortrolig informasjon etter § 2-2 tredje ledd, som er begrunnet i oppfølgning av innsideregler, og det foreslås at listene også sendes direkte til Kredittilsynet. Det vises til lovutkastet § 11-2 vedrørende endringer i verdipapirhandelloven §§ 2-2 tredje ledd og 3-3 tredje ledd.

20.4.8 Børsers sanksjoner

Etter børsloven er børsen i dag tillagt myndighet til å ilegge nærmere angitte sanksjoner ved brudd på regelverket i børslov og børsforskriften. Børsen kan således ilegge overtredelsegebyrer, løpende mulkt, advarsel, suspensjon og utelukkelse av børsmedlemmer og strykning av børsnoterte instrumenter. Videre kan børsen rapportere om overtredelser til tilsynsmyndighet og påtalemyndighet. Det vises til nærmere omtale i *"Sanksjoner"* i kapittel 9.13 ovenfor.

I dette avsnitt behandles kun de sanksjoner børsen skal kunne ilegge som ledd i sin håndhevelse av regler gitt i eller i medhold av børsloven. Straffesanksjoner etter børsloven, samt andre virkemidler som offentlige myndigheter har som ledd i forvaltningen av børsloven og tilsynet med børs, er omhandlet i *"Tilsyn med børser og autoriserte markedsplasser"* i kapittel 24. Børslov og regelverk vil heller ikke omhandle de misligholdsbeføyelser børser eventuelt vil kunne ha etter privatrettslige regler.

I enkelte av de direktiver som er nevnt ovenfor i *"Andre kontroll- og tilsynsoppgaver"* 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.

Utvalget foreslår på denne bakgrunn en videreføring av dagens regler om overtredelsesgebyrer, jf børsloven § 6-3, og løpende mulkt (ved unnlatt oppfyl-

lelse av informasjons og opplysningsplikt) jf § 6-2, se lovutkastet §§ 5-12 og 5-13. Tilsvarende gjelder suspensjon og utelukkelse av børsmedlem, jf børsloven § 3-2, samt strykning og suspensjon av noterte instrumenter i henhold til § 4-10 og § 4-11, se *"Medlemskap"* i kapitlene 20.4.4 og *"Opptak til offisiell notering, strykning og suspensjon"* i 20.4.5 ovenfor. Videre foreslås som nevnt i *"Medlemskap"* i kapittel 20.4.4 og *"Utstedernes informasjonsplikt og andre forpliktelser"* i 20.4.6 foran at børsens hjemmel til å kreve at foretak hvis verdipapirer er notert på børsen og børsmedlemmer, samt tillitsvalgte og ansatte hos disse, gir slike opplysninger som er nødvendig for at børsen kan oppfylle sine forpliktelser etter børsloven og annen lovgivning, jf børsloven § 4-8. Se lovutkastet § 5-4 femte ledd og § 5-7 tredje ledd.

Ileggelse av sanksjoner reiser på samme måte som andre vedtak som er bestemmende for private parters rettigheter og plikter, spørsmål i forhold til klageadgang og andre av forvaltningslovens bestemmelser. I den forbindelse vises til *"Klageordninger, børsers sanksjonsmuligheter og forholdet til forvaltningslovgivningen"* i kapittel 21.

20.4.9 Taushetsplikt, habilitetsregler, aksjeeie m v

Børsloven § 2-11 inneholder en bestemmelse om *taushetsplikt* for børsens tillitsvalgte og ansatte. Bestemmelsen gjelder «det som de i stillings medfør får vite om børsens eller andres forretningsmessige eller noen personlig forhold hvis ikke annet følger av denne lov eller annen lov». 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. Det følger av bestemmelsens tredje punktum at taushetspliktbestemmelsen ikke er til hinder for at opplysninger gis tilsynsmyndighetene.

Opptaksdirektivets artikkel 19 stiller krav om at alle som er eller har vært beskjeftiget hos «vedkommende myndigheter», skal være bundet 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 finner at taushetspliktbestemmelsen i børsloven § 2-11 i hovedtrekk bør videreføres, jf lovutkastet § 3-9.

Utvalget viser til at børsen for å effektivisere tilsynet med børshandel 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 forsåvidt 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 *"Børsvirksomhet og tilknyttet virksomhet"* i kapittel 20.2 ovenfor. På denne bakgrunn foreslås at ovennevnte unntakshjemmel også skal omfatte unntak for slike tilfeller.

Om børsers adgang til å få informasjon og transaksjonsopplysninger m v fra VPS og oppgjørssentraler, vises til merknadene til lovutkastet § 5-11 annet ledd i *"Merknader til de enkelte bestemmelser"* i kapittel 27.

Dagens børslov § 2-9 inneholder bestemmelser om *habilitet* for medlemmer av børsens styrende organer og børsdirektøren. Tilsvarende bestemmelser følger av allmennaksjeloven, som vil komme til anvendelse på børser etter utkastet til ny lov. Dessuten vil forvaltningslovens habilitetsregler komme til anvendelse hvor børsen treffer forvaltningsvedtak i forvaltningslovens forstand, jf *"Børsers virksomhet – forholdet til forvaltningslovgivningen"* i kapittel 21.1.

Utvalget antar 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. De nevnte habilitetsbestemmelser vil likevel kunne bidra til fortolkning av børslovens bestemmelse. Bestemmelsen vil gjelde ansatte og tillitsvalgte. Det vises til lovutkastet § 3-10.

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.

Forsåvidt gjelder børsens ansatte og tillitsvalgte foreslås fortsatt restriksjoner knyttet til *handel i finansielle instrumenter* eller rettigheter til slike. For børsers ansatte foreslås at erverv eller avhendelse av slike finansielle instrumenter bare kan foretas i den utstrekning det følger av forskrifter fastsatt av Kongen. For børsers tillitsvalgte foreslås at Kongen i forskrift kan fastsette begrensninger i disses adgang til slik handel. 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. Det vises til lovutkastet § 3-11 annet ledd.

Kapittel 21

Klageordninger, børsers sanksjonsmuligheter og forholdet til forvaltningslovgivningen

21.1 Børsers virksomhet – forholdet til forvaltningslovgivningen

21.1.1 Innledning – dagens ordning

Kjernen i børsers virksomhet er å organisere kursnotering av finansielle instrumenter. I tilknytning til dette, og som viktig del av definisjonen av børsvirksomhet, tar børsen beslutninger som angår utstedere av verdipapirer og børsmedlemmer. Dette gjelder særlig avgjørelser av søknader om opptak av verdipapirer til offisiell notering og godkjennelse av nye medlemmer, samt suspensjon og opphør av børsnotering og medlemskap. Spørsmålet her er om børsen er og vil være underlagt lov av 10. februar 1967 om behandlingsmåten i forvaltningssaker (forvaltningsloven) som helhet – om børsens generelt og som sådan må anses som et forvaltningsorgan – eller bare når den treffer visse beslutninger om forhold som nevnt.

Dersom børsen utøver forvaltningsmyndighet vil det bety at forvaltningslovens saksbehandlingsregler, samt uskrevne forvaltningsprinsipper kommer til anvendelse på virksomheten eller den del av virksomheten som omfattes, se nærmere nedenfor. Også offentlighetsloven vil tilsvarende komme til anvendelse.

Som bakgrunn for drøftelsen vises det til *"Det offentliges myndighet og oppgaver vedrørende børsen"* i kapittel 8.4 om det offentliges myndighet og oppgaver vedrørende børsen.

Forvaltningsloven § 1 lyder:

> «Loven gjelder den virksomhet som drives av forvaltningsorganer når ikke annet er bestemt i eller i medhold av lov. Som forvaltningsorgan reknes i denne lov et hvert organ for stat eller kommune. Privat rettssubjekt regnes som forvaltningsorgan i saker hvor det treffer enkeltvedtak eller utferdiger forskrift.»

Lov av 19. juni 1970 nr 69om offentlighet i forvaltningen (offentlighetsloven) har et tilsvarende virkeområde.

Forvaltningsloven § 2 første ledd bokstav a) til c) inneholder følgende definisjoner:

> «I denne lov menes med:
> a) vedtak, 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);
> b) enkeltvedtak, et vedtak som gjelder rettigheter eller plikter til en eller flere bestemte personer.
> c) Forskrift, 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 loven. Til det generelle spørsmål om børsens status uttalte

Børslovutvalget (NOU 1985:33 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.»

Forutsetningen ble fulgt opp av Finanskomitéen, jf Innst O nr 20 (1987-88) side 16.

Børslovens forutsetning om at enkelte av børsens avgjørelser er «enkeltvedtak» videreførte lovgivers uttrykkelige forutsetninger i forbindelse med innføring av forvaltningsloven. Før vedtakelsen av forvaltningslovens ikrafttredelseslov gikk forvaltningen gjennom særlovgivningen for å rydde bort saksbehandlingsregler som ville være overflødige etter at forvaltningsloven trådte i kraft. Forholdet til børsloven er behandlet i Ot prp nr 27 (1968-69) side 71 første spalte, hvor en bestemmelse i børsloven av 1931 om at avgjørelser truffet av børskomitéen kunne påklages til departementet ble foreslått opphevet som unødvendig ved siden av klagereglene i forvaltningsloven. I proposisjonen heter det:

> «Handelsdepartementet gjør innledningsvis merksam på den forutsetning som er lagt til grunn, nemlig at når det gjelder avgjørelser som omhandlet ... nedenfor, dvs. avgjørelser som treffes av en børskomité, er disse etter forvaltningsloven å betrakte som «enkeltvedtak» truffet av et «forvaltningsorgan..»

Forslaget fikk Justisdepartementets tilslutning, og ble vedtatt uten merknader fra Justiskomitéen.

Uavhengig av lovgivers uttrykkelige forutsetninger kunne det stilles spørsmål om ikke børsens avgjørelser kunne anses å være privatrettslige disposisjoner, og ikke «utøvelse av offentlig myndighet», og således falle utenfor forvaltningsloven. Børslovutvalget uttalte om dette i relasjon til beslutninger om opptak til notering og medlemskap (NOU 1985:33 side 47):

> «Etter utvalgets vurdering taler de beste grunner for at slike avgjørelser må betraktes som utøvelse av offentlig myndighet etter forvaltningsloven.».

Utvalget viste for øvrig til A. C. Stray Ryssdals avhandling «Børsliv og børslov» som er vedlagt utvalgets utredning (NOU 1985:33 side 130 flg). Dersom det ses bort fra lovgivers forutsetninger var det Ryssdals konklusjon at «spørsmålet kunne være tvilsomt, men at de beste hensyn nok talte for å la reglene om»enkeltvedtak«komme til anvendelse». Han la på den ene siden vekt på at Oslo Børs nærmest var en statlig beskyttet monopolinstitusjon, at myndighetene har grunnlagt børsen gjennom egen lov, at børsens inntekter i lang tid er blitt brakt til veie ved beskatning, at noteringsvirksomheten har et «svært offentlig preg» og at det er behov for de rettssikkerhetsgarantier for-

valtningsloven gir en part. På den annen side påpekte han særlig at børsen har en uavhengig og selvstendig stilling, og at børsens ekspertise i børsspørsmål nettopp kan tilsi at et det ikke er hensiktsmessig med klagerett og overprøvning av børsens beslutninger.

Basert på lovgivers forutsetninger er det således lite tvilsomt at børsens avgjørelser av blant annet søknad om børsnotering, søknad om børsmedlemskap, strykning og suspensjon av finansielle instrumenter fra notering samt ileggelse av sanksjoner, anses som «enkeltvedtak» etter forvaltningsloven § 2. Generelle regler gitt av børsen, f eks handelsregler etter børsloven § 4-6, er å anse som «forskrift» etter forvaltningsloven § 2 første ledd bokstav c. Reglene om børsens beslutninger må derfor også leses som en avgrensning av børsens beslutningsfrihet (rettslige kompetanse). Dette synes også å ha preget utformingen av børsloven.

For enkeltvedtak betyr dette at forvaltningslovens regler om saksforberedelse gjelder med blant annet krav om varsling av parter og begrunnelse for vedtak, rett for parter til å uttale seg og partsinnsyn i sakens dokumenter. I tillegg til de lovfestede saksbehandlingsregler gjelder blant annet ulovfestede forvaltningsrettslige prinsipper hvor børsens skjønn kan underkjennes av klagenemnden og domstolene ved myndighetsmisbruk som vilkårlighet, usaklig forskjellsbehandling eller utenforliggende hensyn, eller dersom det er anvendt feil faktum. Etter offentlighetsloven vil enhver kunne få innsyn i børsens saksdokumenter når den treffer enkeltvedtak eller utferdiger forskrift.

Videre vil berørte med rettslig klageinteresse kunne påklage børsens vedtak, i den utstrekning dette ikke er særskilt unntatt. Eksempelvis er det etter uttrykkelig bestemmelse i loven ikke klageadgang ved suspensjon av finansielle instrumenter og børsrepresentanter, jf børsloven §§ 4-11 annet ledd og 3-3 tredje ledd, og underkjennelse av kurser i kursnoteringen, jf § 4-6 første ledd. Etter forvaltningsloven § 28 kan enkeltvedtak påklages til «det forvaltningsorgan (klageinstansen) som er nærmest overordnet det forvaltningsorgan som har truffet vedtaket (underinstansen)». Etter børsforskriften *"Økonomiske og administrative konsekvenser"* i kapittel 26, jf børsloven § 6-4, er en egen klagenemnd oppnevnt av Kongen. Børsklagenemnden er klageorgan for børsens avgjørelser, se *"Børsklagenemnden"* i kapittel 8.5. Før regler om Børsklagenemnden ble innført var det i forarbeidene og i samsvar med tidligere praksis og lovgivers forutsetning, departementet (Handels-, senere Finansdepartementet) som var ansett som overordnet organ og derved klageorgan.

21.1.2 Vil børsens virksomhet etter forslaget til ny lov være omfattet av forvaltningsloven?

Utvalget foreslår at den sentrale del av myndighetenes innflytelse over børsen skjer via regler om eksternt tilsyn og en konsesjonsordning. Etter forslaget vil således børsen kunne organiseres som allmennaksjeselskap eller som selveiende institusjon hvor det offentlige ikke oppnevner egne representanter i børsers ledelse i egenskap av å være offentlig myndighet, jf også *"Børs organisert som selveiende institusjon"* i kapittel 18.3.2.

Departementet eller andre offentlige organer vil heller ikke kunne instruere børser som overordnet forvaltningsorgan hverken i generelle spørsmål eller i enkeltsaker. Det er videre 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. Den offentlige innflytelse og det offentlige preg som ville trekke i retning av å anse

børsen som et forvaltningsorgan etter forvaltningsloven vil etter forslaget være redusert betydelig.

Utvalget legger også opp til at det skal være lettere å etablere alternative børser, enn etter gjeldende lov. For *utvalget* er det dessuten 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 er det etter forslaget for det første ikke naturlig å anse børser som «forvaltningsorgan» etter forvaltningsloven § 1. Dessuten kan det stilles spørsmål om beslutninger om blant annet opptak, suspensjon og strykning av finansielle instrumenter og opptak og opphør av børsmedlemskap skal kunne anses som privatrettslige avtaler som børser kan inngå i kraft av sin privatrettslige autonomi. Det vil i tilfelle ikke være avgjørelser som treffes under «utøving av offentlig myndighet» som er omfattet av forvaltningsloven. Børser vil da 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, 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 såvel utstedere, verdipapirforetak og investorer. For eksempel vil børsens nektelse av å oppta et verdipapir til notering, kunne bety at verdipapiret blir vanskelig å omsette, som kan gi lavere omsetningsverdi og derved tap for utsteder og investor.

At en tilbyder av varer eller tjenester utgjør et faktisk monopol, fører imidlertid ikke i seg selv til at virksomheten omfattes av forvaltningsloven. Både for offentlige og private monopoler gjelder visse begrensninger. Etter konkurranseloven av 11. juni 1993 nr 65 § 3-10 kan Konkurransetilsynet gripe inn mot enhver form for misbruk av dominerende stilling på et marked. Blant annet kan det gripes inn dersom tilbyder stiller usaklige eller urimelige vilkår for forretningsforbindelse. Et vedtak kan gå ut på å nedlegge forbud, påbud eller gi tillatelse på vilkår, eller foreta prisregulering. I tillegg gjelder visse uskrevne regler om kontraheringsplikt for monopoler, jf Echoff, Forvaltningsrett, Oslo 1994 side 328, som nevner rutegående transportmiddels plikt til å ta med passasjerer som eksempel.

Børsens forretningsvilkår kan dessuten bli ansett som ugyldige eller gjort til gjenstand for revisjon av børsens brukere etter privatrettslige regler. Blant annet kan urimelighetsreglene i avtaleloven § 36 og pristiltaksloven av 11. juni 1993 nr 66 § 2 få anvendelse både på urimelige/høye priser og urimelige forretningsvilkår.

Enkelte av børsens avgjørelser og regler vil være omfattet av direktiver som Norge er forpliktet til å følge i medhold av EØS-avtalen. Det nærmere innhold av direktivene er omtalt i *"Internasjonale rammebetingelser for børsvirksomhet"* i kapittel 12 ovenfor. Noen av direktivene inneholder bestemmelser om hva slags organer som skal treffe avgjørelser og gi regler.

Etter direktivet om samordning av vilkårene for opptak av verdipapirer til offisiell notering på en fondsbørs (opptaksdirektivet, Rdir 79/279/EØF, se *"Opptaksdirektivet"* i kapittel 12.2.3), skal medlemsstaten påse at verdipapirer ikke blir tatt opp til notering uten at direktivets vilkår er oppfylt, og at utsted-

ere 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 *"Prospektdirektivene"* i 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 *"Investeringstjenestedirektivet – ISD"* 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».

For at børser skal ha slik kompetanse som angitt i disse direktivene må dette altså besluttes uttrykkelig av det offentlige. At myndighetenes tildeling av kompetanse bygger på et offentligrettslig grunnlag, gir slike beslutninger og regler 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.

Justisdepartementets Lovavdeling har antatt at typegodkjenning foretatt av privat rettsubjekt 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. Justisdepartementets uttalelse er gjengitt i Matheson/Woxholth: Lovavdelingens uttalelser, supplementsutgave 1997, side 183. Departementet finner at forholdet er et grensetilfelle mellom privat tjenesteytelse og myndighetsutøvelse, men legger vekt på at organets avgjørelser presumptivt vil være av stor betydning for næringsutøvere og at typegodkjennelsen på grunn av tilknytningen til EØS-avtalen må bygge på offentligrettslig grunnlag. Det er i tillegg vist til at det i juridisk teori er lagt til grunn at A/S Norske Veritas treffer enkeltvedtak når det utsteder sjødyktighetsssertifikat etter sjødyktighetsloven.

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 utøvet 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. Eksempelvis vil børsers regler om beregning av indekser eller fastsettelse av pris for ulike tjenester heller ikke reguleres av forvaltningslovens saksbehandlingsregler m m.

Særlige spørsmål knytter seg til anvendelse av overtredelsesgebyr overfor utstedere og børsmedlemmer ved brudd på børsens regler, som vil bli behandlet særskilt nedenfor.

Tildeling av offentlig myndighet til privat rettsubjekt antas etter tradisjonell lære å kreve særskilt lovhjemmel, jf Eckhoff op. cit. side 224.

At visse deler av børsens virksomhet er å anse som enkeltvedtak innebærer at visse av forvaltningslovens saksbehandlingsregler gjelder, med mindre det gis særskilt unntak eller spesialregler. Blant annet gjelder klagerett, krav om varsling av parter, habilitetsregler, partsoffentlighet og krav til begrunnelse. Etter offentlighetsloven vil som hovedregel børsers saksdokumenter være offentlige i den utstrekning de utøver forvaltningsmyndighet. Disse reglene vil imidlertid bare for saksbehandling og vedtak i de konkrete saker som anses som enkeltvedtak, og ikke generelt for børsens øvrige virksomhet, saker, styrearbeid m v.

Det foreslås at de viktigste unntakene fra klageretten som gjelder etter gjeldende lov videreføres. Det vil si 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.

Som klageorgan foreslås videreført dagens ordning med en særskilt børsklagenemnd der medlemmene oppnevnes av Kongen, jf *"Klagenemnd og klagebehandling"* i kapittel 21.3.

Utvalget forutsetter at hverken departementet eller Kredittilsynet vil ha noen instruksjonsmyndighet eller omgjøringsadgang av børsers forvaltningsavgjørelser. Kredittilsynet vil imidlertid ha visse beføyelser i kraft av å være tilsynsmyndighet, jf *"Tilsyn med børser og autoriserte markedsplasser"* i kapittel 24.

21.2 Særlig om børsers sanksjoner – overtredelsesgebyr

Reglene om børsers sanksjoner overfor sine brukere lov foreslås videreført også i ny lov, jf *"Børsers sanksjoner"* i kapittel 20.4.8. Enkelte særlige spørsmål reises i forbindelse med lovligheten av at børser kan ilegge overtredelsesgebyr ved eventuell omgjøring til aksjeselskap med forretningsmessig formål. Øvrige sanksjoner som strykning og suspensjon av instrumenter fra notering, samt opphevelse eller suspensjon av børsmedlemskap er omhandlet i *"Medlemskap"* i kapitlene 20.4.4 og *"Opptak til offisiell notering, strykning og suspensjon"* i 20.4.5. Offentligrettslige sanksjoner ved overtredelse av loven og forskrifter i medhold av den som det ikke er tillagt børser, er omhandlet i *"Tilsyn med børser og autoriserte markedsplasser"* i kapittel 24.

Etter dagens børslov § 6-3 kan børsen pålegg børsnotert selskap å betale et overtredelsesgebyr til børsen på inntil 10 ganger årlig kursnoteringsavgift ved brudd på børsloven eller børsforskriften etter nærmere regler i børsforskriften. Også børsmedlemmer og børsrepresentanter kan ilegges slikt gebyr, hvor den øvre grense er fastsatt i børsforskriften. De nærmere regler er gitt børsforskriften *"Omdannelse til allmennaksjeselskap"* i kapittel 25.

Spørsmålet om adgang for børsen til ilegge overtredelsesgebyr ble opprinnelig reist i forbindelse med innføringen av Børs 2 der Oslo Børs i utkast til standardavtale med de noterte foretak foreslo inntatt slik bestemmelse. Handelsdepartementet, med støtte av blant annet Justisdepartementet, fant imidlertid at slik klausul ikke kunne inntas uten lovhjemmel, jf NOU 1985:33 side 73.

Børsens hjemmel til å ilegge overtredelsesgebyr ble innført med børsloven av 1988. Børslovutvalget vurderte, men foreslo ikke en slik bestemmelse på grunn av tvil om overtredelsesgebyr måtte anses som straff som etter Grunnloven § 96 som bare kan ilegges etter dom (NOU 1985:33 side 74). Etter innstilling fra Finanskomitéen (Innst O nr 90 (1987-88) side 20) ble det likevel innført slikt overtredelsesgebyr etter mønster av tilsvarende ordning ved Stockholms Fondbörs. Komitéen la vekt på viktigheten av at brudd på reglene bør kunne møtes med sanksjonstiltak fordi slike brudd kan få store skadevirkninger.

Børsen har ved flere anledninger ilagt overtredelsesgebyr overfor såvel utstederforetak som børsmedlemmer som har brutt børslov eller børsforskrift. En rekke av disse har vært overprøvet av Børsklagenemnden etter klage, men vedtakene har ikke blitt prøvet for domstolene. Det har ikke vært reist innsigelser om at overtredelsesgebyr er i strid med Grunnloven § 96. Selv om overtredelse av børslov og børsforskrift er straffesanksjonert, er det ikke kjent at det er ilagt straff for overtredelser.

I norsk forvaltningsrett finnes enkelte andre eksempler på hjemmel for ileggelse av tilleggsavgifter og gebyr, ved brudd på betalingsplikter og lovovertredelser f eks overlastgebyr og parkeringsgebyr etter vegtrafikkloven og tilleggsskatt/avgift etter lignings- og avgiftslovgivningen, samt overtredelsesgebyr etter kringkastingsloven av 4. desember 1992 nr 127 § 10-3.

Etter sistnevnte lov kan Statens medieforvaltning ilegge gebyr til staten etter nærmere regler gitt av Kongen, ved overtredelse av lovens regler om reklame, sponsing m m. Gebyret er tvangsgrunnlag for utlegg. Lovhjemmelen ble vedtatt etter at Kulturdepartementet etter prinsipielle betenkninger fra blant annet Justisdepartementet, likevel ikke valgte å fremme slikt forslag. Til Kulturdepartementets høringsnotat der overtredelsesgebyr var foreslått, bemerket Justisdepartementet at «det på ingen måte kunne utelukkes at dom-

stolene vil betrakte den skisserte ordning som straff i forhold til Grunnloven § 96». I høringsuttalelsen ble det fremhevet at en gebyrordning uten grunnlag i en primær betalingsplikt, ikke uten videre kunne sammenlignes med tilleggsavgifter etter skatte- og avgiftslovgivningen. Også i forhold til andre gebyrordninger forelå det spesielle begrunnelser. Det heter blant annet at «Gebyrordningen etter børslovgivningen kan i noen grad ses under samme synsvinkel som selvdømmeordninger i foreningsforhold», jf Ot prp nr 99 (1992-93) side 16. Når familie-, kultur- og administrasjonskomiteen i Innst O nr 34 (1993-94) likevel foreslo lovhjemling av overtredelsesgebyr ble det lagt vekt på behovet for effektive sanksjonsmidler. Forholdet til Grunnloven § 96 er ikke drøftet i innstillingen.

I tillegg til det forvaltningsrettslige grunnlag (lovhjemmel), vil overtredelsesgebyr dels hjemles privatrettslig som vilkår i standardkontrakt. Det vises blant annet til ordninger med private kontrollgebyrer ved ulovlig parkering på privat grunn og for reisende med offentlige kommunikasjonsmidler uten gyldig billett. Som nevnt i Justisdepartementets høringsuttalelse til endringer i kringkastingsloven, må overtredelsesgebyr i noen grad kunne ses under samme synsvinkel som selvdømmeordninger i foreningsforhold. De betenkninger departementene hadde i forbindelse med ovennevnte kursnoteringsavtale vil ikke være like relevante når avtaleklausuler om gebyr ved overtredelse av regelverket, vil kunne kjennes ugyldige av en domstol dersom de er i strid med avtaleloven av 31. mai 1918 nr 4 § 36.

Overtredelsesgebyr vil kunne anvendes ved brudd på børsens regelverk enten regelverket tjener til oppfyllelse av lov (eller direktiver), eller stiller krav utover dette. For verdipapirmarkedet må det 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 antas å være aktuelt med straff. Disse hensyn må gjelde selv om børsen etter eventuell omdannelse vil få et mindre offentligrettslig preg. 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. Dernest vil alle sider av børsens vedtak om overtredelsesgebyr etter forslaget kunne prøves av Børsklagenemnden. Klagenemnden vil således kunne nedsette gebyrer, og vil også kunne oppheve ilagte gebyrer selv om det forsåvidt foreligger overtredelser, men hvor klagenemnden likevel ikke anser at det bør ilegges gebyr.

21.3 Klagenemnd og klagebehandling

Vedtak fattet av børsen som er gjenstand for klage kan påklages til Børsklagenemnden, som er en særskilt frittstående klageinstans opprettet i medhold av børsloven § 6-4. Gjenstand for klage er avgjørelser som etter forvaltningsloven § 2 første ledd bokstav b anses som enkeltvedtak, det vil si avgjørelser som treffes under utøvelse av offentlig myndighet, og som er bestemmende for rettigheter eller plikter for en eller flere bestemte personer. Etter de gjeldende regler kan dette være beslutninger vedrørende opptak av verdipapirer til notering, opptak av nye børsmedlemmer, ileggelse av sanksjoner og ulike avgjørelser i forbindelse med emisjonskontroll og tilbudsplikt. Enkelte avgjørelser er unntatt fra klageadgangen etter børsloven. Dette gjelder blant annet suspensjon av verdipapirer, jf børsloven § 4-11 annet ledd,

avgjørelse av tvister som oppstår under kursnoteringen, jf § 4-6 første ledd og retten til å delta i kursnoteringen for andre enn børsmedlemmer, jf § 4-1. Børsforskriften *"Økonomiske og administrative konsekvenser"* i kapittel 26 inneholder nærmere regler om klagenemnden. Det vises til nærmere beskrivelse av Børsklagenemnden i *"Børsklagenemnden"* i kapittel 8.5.

At børsen er tillagt enkeltvedtakskompetanse betyr blant annet at forvaltningsloven stiller krav om klageadgang, jf forvaltningsloven § 28. Inntil reglene om Børsklagenemnden ble innført var departementet (Handels – og senere Finansdepartementet) klageorgan for vedtak truffet av børsen.

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 *"Økonomiske og administrative konsekvenser"* i 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 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 *"Nåværende verdipapirmarkedsstruktur i Norge"* i kapittel 7.

Utvalget foreslår at det skal være én børsklagenemnd, felles for alle børser. Alternativet til en slik ordning ville 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. Det vises til de prinsipper som ligger til grunn for den nå lovfestede ordning med disiplinærnemnder i Sverige, jf *"Sverige"* i kapittel 13.2. *Utvalget* antar imidlertid at en felles klagenemnd gjennom sine avgjørelser kan bidra til enhetlig praksis mellom børser.

På samme måte som i gjeldende lov foreslås at det gis en forankring av ordningen lov, og med hjemmel til å fastsette de nærmere regler i forskrift. Reglene om at departementet oppnevner nemnden, og om nemndens stilling i tilfelle sivilt søksmål, foreslås videreført i loven. Etter børsloven § 6-6 kan således søksmål mot vedtak fra en børs ikke reises før klageadgangen er utnyttet, dog slik at klagenemnden i særlige tilfeller kan gjøre unntak fra dette. Etter bestemmelsen er fristen for å reise søksmål seks måneder fra det tidspunkt klagen er avgjort eller tillatelse til søksmål er gitt. Eventuelt søksmål reises mot vedkommende børs, og staten kan på ethvert trinn tre inn i saken som hjelpeintervenient og kan etter avtale med børsen overta saken. Se lovutkastet § 7-3. De særskilte saksbehandlingsregler som er gitt i børsforskriften *"Økonomiske og administrative konsekvenser"* i kapittel 26 foreslås videreført i forskrift, jf lovutkastet § 7-3 tredje ledd og redegjørelsen i *"Børsklagenemnden"* i kapittel 8.5 ovenfor.

Børsklagenemndens virkeområde vil som i dag være enkeltvedtak fattet av børser, og som er gjenstand for klage, jf lovutkastet § 7-1.

Det foreslås at de unntak fra klageretten som er fastsatt i gjeldende børslov, jf ovenfor, videreføres i den nye loven.

Som nevnt i *"Forholdet mellom lovbestemte oppgaver og forretningsvilkår"* i kapittel 20.3 vil børser kunne ha forretningsvilkår som er strengere enn hva som følger av loven eller forskrift i medhold av loven, med mindre noe annet særskilt fremgår. 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. 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.

Børsklagenemnden kan i klagesak prøve alle sider av vedtak som er gjenstand for klage, jf børsforskriften § 26-1 og forvaltningsloven § 34 annet ledd. Dette omfatter såvel prøving av vedtakets lovlighet som det skjønn børsen er tillagt. Når børser etter *utvalget*s forslag er forutsatt å få en mer uavhengig stilling i forhold til det offentlige, og det vil kunne opprettes flere børser, kan det stilles spørsmål om børsklagenemnden fortsatt bør kunne overprøve alle sider av børsens skjønn. Det vises til at dette skjønnet normalt vil kunne preges av børsens forretningsstrategi o l. *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.

Børsklagenemndens kostnader dekkes i dag av Oslo Børs. Finansdepartementet fastsetter medlemmenes godtgjørelse, jf børsforskriften § 26-4. Som nevnt i *"Børsklagenemnden"* i kapittel 8.5 kan klageren pålegges å dekke utgiftene knyttet til den aktuelle sak. *Utvalget* foreslår i hovedsak en videreføring av disse bestemmelsene. Det foreslås imidlertid at utgiftene til drift av klagenemnden skal fordeles forholdsmessig mellom de børser og autoriserte markedsplasser hvis vedtak kan påklages til klagenemnden, se lovutkastet § 7-2 første ledd. Etter forslaget vil klagenemnden fastsette fordelingsnøkkelen.

I samsvar med gjennomgangen av autoriserte markedsplasser i *"Nærmere om autoriserte markedsplasser"* i kapittel 22 nedenfor, foreslår *utvalget* at de ovennevnte regler om klagenemnd også skal omfatte avgjørelser truffet av autoriserte markedsplasser i den utstrekning de anses som enkeltvedtak etter forvaltningsloven § 2 første ledd, jf ovenfor.

Kapittel 22

Nærmere om autoriserte markedsplasser

22.1 Innledning

Vurderingen av behovet for å etablere en mellomkategori av markedsplasser er drøftet i *"Regulering av markedsplasser som ikke er børser"* i kapittel 16.3. *Utvalget* konkluderte der med at det kan være et behov for regulerte markedsplasser som ikke er børs.

Det ble videre konkludert med at en slik markedsplass, som i lovforslaget er betegnet som autoriserte markedsplasser, skal ha adgang, men ikke plikt, til å innhente konsesjon for virksomhet som organiserer eller driver et marked for finansielle instrumenter der det legges til rette for handel ved regelmessig og offentlig kursnotering av finansielle instrumenter.

I dette kapitlet drøftes de nærmere rammevilkår som skal gjøres gjeldende for autoriserte markedsplasser.

22.2 EU-rettslige krav m v

22.2.1 ISD og opptaksdirektivet

EU-direktivene sondrer mellom fondsbørser (Stock Exchanges) og det videre begrepet «regulert marked». Sistnevnte begrep er definert i investeringstjenestedirektivet (ISD) artikkel 1 nr 13 (jf nedenfor).

Videre brukes begrepet «regulert marked» i (det eldre) innsidehandeldirektivet (89/592/EØF), og må der antas å ha et noe annet innhold (jf nedenfor). Det er ingen egentlig definisjon av «fondsbørser». Avgrensningen antas å måtte knyttes til faktisk navnebruk, om verdipapirene er opptatt til «offisiell notering», og om børsdirektivene rent faktisk er ansett å få anvendelse. Om de ulike direktivene vises ellers til *"EØS-avtalen – EU-rettslig regulering"* i kapittel 12.2 ovenfor.

En markedsplass vil anses som et «regulert marked» etter ISD artikkel 1 nr 13, hvis det er oppført på listen over regulerte markeder i hjemstaten, fungerer regelmessig, og landets myndigheter har fastsatt eller godkjent bestemmelser som fastlegger vilkårene for hvordan markedet skal virke, vilkårene for adgang til markedet og vilkårene for at et verdipapir skal kunne omsettes på markedet (for en fondsbørs, vil sistnevnte innebære at opptaksdirektivet (79/279/EØF) får anvendelse). Endelig skal ISD's krav til verdipapirforetakenes innrapportering av transaksjoner til myndighetene, samt krav til gjennomsiktighet i markedet, være oppfylt. Definisjonen er nærmere behandlet i *"EØS-avtalen – EU-rettslig regulering"* i kapittel 12.2 ovenfor.

Dersom markedsplassen oppfyller ovennevnte krav, vil den anses som et «regulert marked», hvilket har (blant annet) følgende konsekvenser:

- Utenlandske investeringsforetak innen EØS 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 hjem-

staten til fjernmedlem som er godkjent investeringsforetak (artikkel 15 nr 4, annet punktum).
- Direktivet medfører at det må være en form for myndighetstilsyn med det regulerte markedet, jf artikkel 22 flg.
- Hvis man benytter adgangen etter artikkel 14 nr 3 og 4 (concentration rule) til å kreve at disse transaksjoner skal foretas på et «regulert marked», vil den aktuelle markedsplan 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.

Utvalget legger på bakgrunn av drøftelsene i *"Reguleringsbehov og konsesjonsordninger"* i kapittel 16 til grunn at en autorisert markedsplass skal oppfylle de minimumsvilkår som investeringstjenestedirektivet artikkel 1 nr 13 setter for et «regulert marked». Det er derimot en forutsetning at autoriserte markedsplasser ikke skal pålegges å oppfylle opptaksdirektivet med dets krav for opptak til «offisiell notering». Etter *utvalgets* oppfatning vil skillet mellom børs og autorisert markedsplass særlig ligge i opptaksreglene. Det er her behovet ligger for nyetablerte og/eller mindre foretak. Disse selskapene kan ha problemer med å hente inn risikokapital fordi de ikke oppfyller opptakskravene på børsene. Om hovedkrav for opptak til kursnotering vises det til *"Opptak til kursnotering, strykning og suspensjon"* i kapitlene 9.4, 12.2.3, 16.2.2 og 20.4.5.

Markedsplassen forutsettes således ikke å oppta finansielle instrumenter til *offisiell* notering. Opptaksdirektivet regulerer finansielle instrumenter som skal opptas til offisiell notering på en fondsbørs. Opptak til *offisiell* notering i henhold til opptaksdirektivets krav er en av kjernefunksjonene for børser. Hensikten med å opprette et «mellommarked» må nettopp være å sikre investorene en velordnet markedsplass med samtidig informasjon til markedet basert på markedsplassens regulering av visse informasjons- og rapporteringskrav for utstederne og offentliggjøring av handelsinformasjon. For øvrig bør det innenfor visse generelle krav overlates til markedsplassen, eventuelt etter godkjenning fra myndighetene, å fastsette krav og prosedyrer vedrørende *opptak til handel*.

22.2.2 Innsidehandelsdirektivet

Innsidehandelsdirektivet (89/592/EØF) 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 også for verdipapirer som handles på et «regulert marked».

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

handleforbudsperioder og reglene om meldeplikt for tillitsvalgte og ansatte i utstederselskaper.

22.2.3 Øvrige direktiver som refererer seg til markedsplasser

Halvårsdirektivet (82/121/EØF), opptaksdirektivet (79/279/EØF), opptaksprospektdirektivet (80/390/EØF) og flaggedirektivet (88/627/EØF) får bare anvendelse på verdipapirer med «offisiell notering på en fondsbørs». Emisjonsprospektdirektivet (89/298/EØF), gjelder i utgangspunktet for alle «public offers» o l av verdipapirer, men har tilsvarende sondring med hensyn til om verdipapirene er unoterte eller om de er eller søkes opptatt til offisiell notering på en fondsbørs, med ulike krav for de to kategorier. Det vises til drøftelsen av verdipapirhandellovens anvendelse på finansielle instrumenter notert på en autorisert markedsplass nedenfor.

22.2.4 IOSCO

IOSCO, som er en verdensomspennende organisasjon for tilsynsmyndigheter for verdipapirmarkedet, jf *"FESCO"* i kapittel 12.6, forutsetter i sin anbefaling Objectives and Principles of Securities Regulation, av september 1998 at det føres løpende virksomhetstilsyn med markedsplasser og har utarbeidet retningslinjer for tilsynsvirksomheten. Det anbefales her løpende myndighetstilsyn med børser og handelssystemer («trading systems») med det mål å sikre integritet i handelen gjennom rimelige og rettferdige regler som balanserer interessene mellom ulike markedsdeltakere. I denne sammenheng vises særlig til behovet for gjennomsiktighet, mulighet for å forhindre markedsmanipulasjon m v og for å sikre en effektiv, rettferdig og sikker infrastruktur for handel og oppgjør med lavest mulig systemrisiko. Anbefalingen legger til grunn at slikt løpende tilsyn er nødvendig for å nå de tre hovedmål som IOSCO setter for verdipapirmarkedsreguleringen, d v s beskyttelse av investorene, sikring av at markedet blir rettferdig, effektivt og gjennomsiktig, og reduksjon av systemrisiko.

I sin anbefaling har IOSCO utarbeidet følgende hovedmomenter som bør inngå i tilsynet med markedsplasser:

- Etablering av handelssystemer, herunder fondsbørser, bør være underlagt konsesjon og tilsyn.
- Børser og handelssystemer bør være underlagt løpende tilsyn som skal sikre at integriteten i handelen blir opprettholdt gjennom rimelige og rettferdige regler som sikrer en hensiktsmessig balanse mellom interessene til de ulike aktørene i markedet.
- Reguleringen bør fremheve og bidra til gjennomsiktighet i handelen. Reguleringen bør ta sikte på å avdekke og virke preventivt mot manipulering og
- annen urimelig opptreden i handelen.
- Reguleringen bør ta sikte på å sikre forsvarlig håndtering av store transaksjoner (eksponering), fallende handler (misligholdsrisiko) og markedsforstyrrelser.
- Clearing- og oppgjørsordninger for finansielle instrumenter bør være underlagt reguleringstilsyn og sikre at ordningene er rettferdig, effektiv og velorganisert og at ordningene reduserer systemrisiko.

22.3 Organisering

Det må vurderes om det skal stilles krav til organisering av autoriserte markedsplasser. I Sverige og Danmark er det fastsatt i lov at markedsplassen skal være organisert som aksjeselskap. Dette er den organisasjonsformen som også er hovedregelen for andre institusjoner i det norske finansmarkedet.

I utgangspunktet må det antas at opprettelse av en slik markedsplass forutsetter at det er mulighet for å få avkastning på driften. Den prefererte organiseringsform for foretak med finansiell avkastning som vesentlig formål har tradisjonelt vært aksjeselskapsformen. Dette er en velkjent organiseringsform, med lovfestede regler for blant annet stiftelse, formen på og krav til organisasjon, ledelse og saksbehandlingsregler, drift, revisjon og endringer i aksjekapitalen, fusjon, fisjon og avvikling av de respektive selskaper. *Utvalget* har ikke sett det som aktuelt å foreslå andre organiseringsformer enn en av aksjeselskapsformene. For vurderingen av forskjellene mellom allmennaksjeselskap eller privat aksjeselskap vises det til *utvalgets* drøftelser i *"Aksjeselskap"* i kapittel 17.1.2 og *"Børsvirksomhet i aksjeselskapsform"* i 17.2.2. Som drøftet i *"Regulering av markedsplasser som ikke er børser"* i kapittel 16.3 ovenfor, forutsettes at slik markedsplassaktivitet som vurderes vil være konsesjonspliktig virksomhet etter verdipapirhandelloven. For verdipapirforetak er det krav om organisering som allmennaksjeselskap. Det foreslås etter dette at det fastsettes i loven at autoriserte markedsplasser skal organiseres som allmennaksjeselskap.

Etter *utvalgets* syn bør allmennaksjelovens regler suppleres med regler om internkontroll, slik det er foreslått for børs i *"Internkontroll"* i kapittel 18.8. Videre finner *utvalget* at styremedlemmer og ledelsen i regulerte markedsplasser skal godkjennes av tilsynsmyndighetene, på lik linje med styremedlemmer og ledelsen i børser og verdipapirforetak, jf lovforslagets § 6-3 jf § 3-4 og verdipapirhandelloven § 7-2 annet og tredje ledd. Likeledes bør regulerte markedsplasser pålegges rapporteringsplikt ved endring i ledelse og styre, på lik linje med børser og verdipapirforetak, jf lovforslag § 6-3, jf § 3-4, verdipapirhandelloven § 12-2 annet ledd og omtale i *"Daglig ledelse"* i kapittel 18.6. For øvrig har *utvalget* ikke funnet grunn til å foreslå særskilte bestemmelser om organiseringen av foretaket.

22.4 Eierforhold

I *"Krav til aksjonærer – aksjenes omsettelighet – børsnotering"* i kapittel 19.1 er krav til aksjonærer, aksjenes omsettelighet og børsnotering av børsens egne finansielle instrumenter drøftet. *Utvalget* finner som utgangspunkt at en autorisert markedsplass ikke skiller seg nevneverdig fra en børs i forhold til disse spørsmålene.

Begrensninger av eierkrets

På samme måte som for børser, har *utvalget* ikke funnet grunn til å fastsette lovbestemte begrensninger for hvilke grupper investorer, brukere e l som skal kunne eie aksjer i et foretak som har konsesjon som autorisert markedsplass. For begrunnelsen vises det til *"Krav til aksjonærer – aksjenes omsettelighet – børsnotering"* i kapittel 19.1.

Egnethetsvurdering av eiere

Aksjonær med betydelig eierandel i et verdipapirforetak er underlagt egnethetsvurdering av myndighetene, jf verdipapirhandelloven § 7-4 første og tredje ledd. 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, jf verdipapirhandelloven § 1-4 tredje ledd. Like med vedkommende aksjeeiers egne aksjer regnes i denne sammenheng aksjer som eies av aksjeeierens nærstående i henhold til verdipapirhandelloven § 1-5. Dersom en dominerende eier ikke anses å være egnet, kan myndighetene nekte ervervet godkjent. *Utvalgets flertall* har foreslått tilsvarende regler for børser, jf lovforslaget § 4-1. Autoriserte markedsplasser er fra *utvalgets* side ment å ligge på et nivå mellom verdipapirforetak og børser, jf *"Nærmere om behov for en autorisert markedsplass"* i kapittel 16.4. De hensyn som ligger til grunn for forslaget om egnethetsvurdering av eiere i børs, og gjeldende regler for verdipapirforetak, gjør seg også gjeldende for regulerte markedsplasser. Videre vises det til at *utvalget* ikke foreslår generelle eierbegrensninger for autoriserte markedsplasser. *Utvalget* foreslår derfor at bestemmelsen gis tilsvarende anvendelse for aksjonærer med betydelig eierandel i en autorisert markedsplass, se lovutkast § 6-3 jf § 4-2.

Eierbegrensningsregler

Ved vurderingen av om regulerte markedsplasser skal underlegges eierbegrensningsregler er det naturlig å ta utgangspunkt i eierreguleringen for børs og verdipapirforetak. Hensynet til enhetlig regulering av lik virksomhet er et viktig moment, i det hensynene bak reguleringen av disse to typer markedsplasser i utgangspunktet vil være de samme. Gitt at det innføres eierbegrensninger for børs, er det ulikt regelverk mellom børs og verdipapirforetak, der det ikke er gitt eierbegrensningsregler, men kontroll med betydelige eierandeler. Mothensyn vil være at autoriserte markedsplasser neppe vil få samme sentrale samfunnsmessige betydning som en børs. Status som autorisert markedsplass vil kunne være et steg på veien mot opparbeidelsen av en børs, der få personer er initiativtakere. Eierbegrensningsregler kan således virke som en etableringshindring for slike markedsplasser, fordi man må få med seg flere eiere fra starten av. I og med at det ikke etableres konsesjonsplikt etter børsloven for autoriserte markedsplasser, vil imidlertid argumentet om etableringshindring være mindre tungtveiende. Etablerere vil da kunne starte opp virksomheten uten konsesjon, noe som antakelig uansett vil være det som er mest aktuelt i en startfase. Eierbegrensningsreglene vil derimot kunne bli betraktet som et så uhensiktsmessig og restriktivt pålegg at markedsplassen vil velge å drive uten konsesjon. Som nevnt i *"Eierbegrensninger"* i punkt 19.2 er denne innskrenkningen av aksjenes frie omsettelighet særlig begrunnet i børsens behov for tillit gjennom integritet. Dette kan også være relevant for den regulerte markedsplass. *Utvalget* har som nevnt i *"Reguleringsbehov og konsesjonsordninger"* i kapittel 16 vurdert det slik at virksomheten under alle omstendigheter forutsettes underlagt konsesjonsplikt som verdipapirforetak. Markedsplassen vil således uansett være underlagt myndighetenes kontroll og godkjennelse av eiere med betydelig eierandel. Selv om dette regelverket i mindre grad enn eierbegrensningsregler er et vern mot dominerende eiere som ikke skjøtter sin eierinnflytelse på en forsvarlig måte i forhold til aktørene på markedsplassen, finner *utvalget* det tilstrekkelig for en autorisert marked-

splass, som neppe vil få den samme sentrale samfunnsmessige funksjon som børsene. *Utvalget* foreslår etter dette at det ikke skal lovfestes generelle eierbegrensningsregler for autoriserte markedsplasser. Dersom det finnes hensiktsmessig kan imidlertid det enkelte foretak vedtektsfeste slike eierbegrensninger.

Notering på egen markedsplass

Utvalget har vurdert hvorvidt autoriserte markedsplasser skal kunne notere finansielle instrumenter utstedt av vedkommende markedsplass. Med samme begrunnelse som for børs, se *"Krav til aksjonærer – aksjenes omsettelighet – børsnotering"* i kapittel 19.1, finner ikke *utvalget* at slik notering bør tillates. *Utvalget* finner det likevel formålstjenlig å åpne opp for at eventuelle morselskaper for en autorisert markedsplass skal kunne noteres der. På samme måte som for børser fordrer dette at visse særlige tiltak for redusere mulige interessekonflikter. *Utvalget* foreslår på denne bakgrunn at reglene i lovforslaget § 4-4 gis tilsvarende anvendelse for de tilfeller der et morselskap søkes notert på en autorisert markedsplass som drives av et datterforetak.

Sammenslåing og deling av foretak

Utvalget har vurdert, og kommet til at det ikke bør fastsettes krav om myndighetsgodkjenning ved sammenslåing og deling av foretak som driver virksomhet i henhold til konsesjon som autorisert markedsplass. Regulerte markedsplasser kan ikke antas å få tilsvarende samfunnsmessige betydning som børser. *Utvalget* viser til at verdipapirforetak ikke er underlagt slike godkjenningskrav. Etter *utvalgets* syn vil de regler som ovenfor er foreslått om egnethetsvurdering av dominerende eiere, inkludert kravet om forhåndsmelding om nye slike eiere, på en hensiktsmessig måte ivareta hensynet til en forsvarlig eierstruktur i foretaket. I det regulerte markedsplasser ikke foreslås underlagt konsesjonsplikt, vil det heller ikke være like avgjørende å overvåke oppfyllelsen av konsesjonsvilkår i en slik overgangsprosess, slik tilfellet vil være ved deling og sammenslåing av et børsforetak. Videre forutsettes at dersom et annet selskap gjennom for eksempel fusjon eller oppkjøp overtar den virksomhet som omfattes av konsesjonen, må dette foretaket søke om ny konsesjon dersom denne skal videreføres. I motsatt fall kommer reglene om opphør av konsesjonen til anvendelse, jf *"Konsesjonsbehandling"* i kapittel 23 og lovutkast § 2-4. Dersom foretak med konsesjon som autorisert markedsplass infusjonerer eller erverver annen virksomhet, må dette ligge innenfor reglene om tilknyttet virksomhet m v, jf nedenfor.

22.5 Kapitalkrav

I *"Kapitalbehov og kapitalkrav – risikoforhold"* i kapittel 19.5 og 19.6 er krav til kapital og likviditet for børser drøftet. Det konkluderes der med at børser for det første skal ha en forsvarlig ansvarlig kapital, sett hen til den virksomhet børsen driver. Det foreslås for det andre at børsen skal ha en minimumskapital tilsvarende det hovedkrav som gjelder for verdipapirforetak. For det tredje foreslås det at børser til en hver tid skal ha en beholdning av likvide midler, eller tilgang på slike midler, som anses betryggende ut i fra dens situasjon. Etter *utvalgets* vurdering vil de samme hensyn som gjør seg gjeldende for børs også være relevante for regulerte markedsplasser. Etter *utvalgets* syn bør der-

for *utvalgets* forslag til § 4-5 og § 4-6 også gjøres gjeldende for regulerte markedsplasser, jf lovutkastet § 6-3. 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.

22.6 Virksomhetsregler

Primærvirksomhet

Det er *utvalgets* forutsetning at regulerte markedsplasser først og fremst skal drive et marked for finansielle instrumenter der det legges til rette for handel ved regelmessig og offentlig kursnotering av finansielle instrumenter. Dersom foretaket ikke driver slik virksomhet, vil konsesjonen kunne trekkes tilbake, jf lovutkast § 2-4 første ledd nr 1.

Tilknyttet virksomhet

Utvalget har vurdert om det skal fastsettes virksomhetsbegrensninger for autoriserte markedsplasser. Hensynet til markedsplassens integritet og risikoforhold kan tilsi en slik begrensing. 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 verdipapirhandellovens 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 markedsaktørene, slik at utstedere og investorer velger å benytte markedsplassen. Som for verdipapirforetak og børser foreslås at autoriserte markedsplasser bare skal kunne drive annen virksomhet som har naturlig sammenheng med virksomheten som autorisert markedsplass, jf lovutkastet § 6-2. Den konkrete avgrensingen vil måtte tas opp til vurdering i det enkelte tilfellet. *Utvalget* antar imidlertid 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. 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 drives i et eget selskap. Se nærmere i *"Børsvirksomhet og tilknyttet virksomhet"* 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.

Som for børs foreslår *utvalget* at Kredittilsynet skal kunne kreve at også annen tilknyttet virksomhet skal skilles ut i eget datterforetak, dersom blant annet risikoforhold, fare for interessekonflikter eller tilsynsmessige hensyn tilsier dette.

Eie av finansielle instrumenter m v

I lovutkastet § 3-11 første ledd er det foreslått fastsatt forbud mot at en børs skal kunne eie finansielle instrumenter notert på vedkommende børs, eller rettigheter til slike. Det er gjort unntak for obligasjoner og sertifikater utstedt av stater innen EØS.

I vurderingen av hvorvidt en autorisert markedsplass skal underlegges tilsvarende forbud, er det hensiktsmessig å ta utgangspunkt i hensynet til integritet og tillit til markedsplassen. Disse hensynene tilsier at børsen underlegges et slikt forbud. På den annen side vil markedsplassen alternativt kunne organiseres som et verdipapirforetak. Et slikt verdipapirforetak vil kunne eie finansielle instrumenter som omsettes gjennom foretaket. Det vil imidlertid 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). 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. Det foreslås derfor at forslaget til § 3-11 første ledd også gjøres gjeldende for autoriserte markedsplasser, jf lovutkastet § 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, gis tilsvarende anvendelse.

22.7 Virksomhet og oppgaver

Generelle krav til virksomheten

Det sentrale for en autorisert markedsplass vil være å organisere eller drive et marked for handel i finansielle instrumenter som ikke er opptatt til notering på en børs. Som for børser, finner *utvalget* det hensiktsmessig å fastsette de overordnede prinsipper for virksomheten i loven. Det foreslås derfor at det fremgår av loven at virksomheten skal drives i overensstemmelse 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 omsetningen gjenspeiler de aktuelle instrumentenes markedsverdi, jf utkast til § 6-1.

Tekniske systemer

For å kunne drive en forsvarlig markedsplassvirksomhet, må markedsplassen ha tilstrekkelige tekniske systemer. I lovforslaget § 5-1 annet ledd er dette fastsatt for børs. *Utvalget* legger til grunn at tilsvarende bør gjelde for autoriserte

markedsplasser, og foreslår at denne reglen gis tilsvarende anvendelse for slike markedsplasser. Det vises til omtale for børs i *"Organisering av kursnoteringene – tekniske systemer"* i kapittel 20.4.2.

Forretningsvilkår, standardavtaler og regelverk

Det følger av investeringstjenestedirektivet at et «regulert marked» skal ha regler om hvordan markedet skal virke, opptak, medlemskap og gjennomsiktighet, se nærmere i *"Formål og virkeområde"* i kapittel 12.2.2.1 og kapittel *"Regler om kursnotering"* i 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.

Særlig om gjennomsiktighet og innrapportering

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. *Utvalget* foreslår på denne bakgrunn å gi lovforslagets § 5-3 annet til fjerde ledd anvendelse også for autoriserte markedsplasser. Markedsplassene pålegges således å offentliggjøre de innrapporterte opplysningene på en måte som sikrer god gjennomsiktighet. Sentralt er at reglene om gjennomsiktighet i investeringstjenestedirektivet artikkel 21 oppfylles. Videre skal foretaket oppbevare registreringer av innrapporterte opplysninger i minst 10 år, og holde dem offentlig tilgjengelige. Kongen gis hjemmel til å fastsette nærmere regler med minstekrav til kursnoteringene, om medlemmenes rapporteringsplikt og om markedsplassens offentliggjøring av opplysninger innrapportert etter denne bestemmelse, særlig til oppfyllelse av kravene etter investeringstjenestedirektivet. Avhengig av måten handel og kursnotering gjennomføres på, og typer av medlemmer, vil regler som nevnt for øvrig kunne variere fra børs til autorisert markedsplass.

Medlemmer

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. Det vises for så vidt til standardvilkårene for deltakelse i clearing av derivater i Norsk Opsjonssentral, der dette synes å fungere på en tilfredsstillende måte. Det er *utvalgets* forutsetning at også privatpersoner, som ikke opptrer som mellommenn skal kunne delta i handelen dersom markedsplassen finner dette formålstjenlig. Det bemerkes her 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. Dette er derfor presisert i lovforslaget. *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.

Opptak av finansielle instrumenter til handel og utsteders forpliktelser

Som nevnt ovenfor i 22.2 er det nettopp behovet for å kunne oppta finansielle instrumenter som ikke oppfyller opptaksdirektivets vilkår, som begrunner *utvalgets* forslag om å etablere et regelverk for autoriserte markedsplasser. Det er *utvalgets* utgangspunkt at det skal være opp til vedkommende markedsplass å fastsette opptaksvilkårene, jf lovutkastet § 6-1 femte ledd, herunder de forpliktelser som påligger utstedere så lenge instrumentet er opptatt til handel, innenfor de generelle krav som følger av eller i medhold av loven.

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 innsidehandelbestemmelsene 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 *"Konsesjonsområde for autoriserte markedsplasser"* 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 værdipapirhandel § 41 stk. 3 og lag om börs- och clearingverksamhet 7 *"Sammendrag"* i kapittel 2 § jf 6 *"Sammendrag"* i kapittel 2 §. *Utvalget* foreslår således at hjemmelen for fastsettelse av minstekrav til utstederes løpende informasjonsplikt og periodevise regnskapsrapportering i lovutkastet § 5-7 første og annet ledd skal komme tilsvarende til anvendelse, jf lovutkastet § 6-3. Etter omstendighetene vil minstekravene kunne avvike fra dem som fastsettes ved børsnotering, for eksempel med hensyn til kravene til regnskapsrapportering.

Utvalget forutsetter ellers at regler om strykning og suspensjon skal være en del av de opptaksvilkår som markedsplassen skal fastsette. Dersom vilkårene for opptak og løpende forpliktelser for utstedere ikke er i overensstemmelse med lovens formål og hensynet til prinsippene om effektivitet, nøytralitet, likebehandling av aktører, og god gjennomsiktighet i markedet, og for å sikre at omsetningen gjenspeiler de aktuelle instrumentenes markedsverdi, vil Kredittilsynet kunne kreve vilkårene endret, jf lovutkastet § 6-1 femte ledd.

Som nevnt i *"Øvrige direktiver som refererer seg til markedsplasser"* 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 *"Prospektkontroll ved offentlige tilbud"* 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 Danmark er det fastsatt at reglene om prospektkrav for unoterte verdipapirer kommer til anvendelse ved slikt opptak. I lys av investorenes og markedets behov for nærmere informasjon om de ikke børsnoterte 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, vil prospektet kunne dekke kravene etter begge regelsettene. Det vises til lovutkastet § 6-2 annet ledd.

Handel i børsnoterte instrumenter på en autorisert markedsplass

Et særlig spørsmål er om en autorisert markedsplass skal kunne oppta børsnoterte finansielle instrumenter til handel.

Utvalget har vurdert denne problemstillingen, og kommet til at børsnoterte instrumenter må kunne opptas til handel på lik linje med unoterte instrumenter.

Hensynet til mest mulig konkurranse mellom markedsplasser for finansielle instrumenter tilsier at likviditeten i markedet bør styres mot de markedsplasser som har de beste vilkår 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.

Det kan argumenteres mot dette syn at den autoriserte markedsplassene «skummer fløten» av børsens opptaksprosedyrer og markedsovervåkning. Dette er for så vidt riktig. Men hvis man ser på opptak og oppfølgning 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. Et sentralt poeng er for øvrig at det til enhver tid vil være opp til utsteder om et finansielt instrument også skal kunne omsettes på en autorisert markedsplass. Dersom utsteder ser seg tjent med en slik løsning finner *utvalget* det lite formålstjenlig å ikke tillate dette. Det er likeledes et poeng i denne sammenheng at det heller ikke i dag er påbudt å foreta alle transaksjoner i børsnoterte finansielle instrumenter på børsen. 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 gjennomsiktighet i markedet, skal rapporteres til børsen etter nærmere regler, jf lovutkastet § 6-2 tredje ledd.

Markedsovervåkning

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 overvåkning 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 *"IOSCO"* i kapittel 22.2.4 ovenfor. For å pålegge markedsplassen en klar plikt til overvåkning av markedsplassen foreslår *utvalget* at lovforslagets § 5-11 første ledd, som gjelder børsens plikt til overvåkning av markedet, også gjøres gjeldende for autoriserte markedsplasser.

Taushetsplikt

Både gjeldende børslov og verdipapirhandelloven pålegger ansatte og tjenestemenn taushetsplikt om opplysninger som tilflyter vedkommende i stillings medføre om noens forretningsmessige eller personlige forhold. *Utvalget* foreslår å videreføre en slik bestemmelse i lovutkastet § 3-9. *Utvalget* foreslår at bestemmelsen gis tilsvarende anvendelse for ansatte, tillitsmenn og revisor for autoriserte markedsplasser.

Habilitetsregler

Utvalget foreslår i § 3-10 at det fastsettes en særskilt habilitetsregel for tillitsvalgte og ansatte ved børsen. Det vises til *"Taushetsplikt, habilitetsregler, aksjeeie m v"* i kapittel 20.4.9 for *utvalgets* nærmere drøftelse. Etter *utvalgets* syn gjør de samme hensyn seg gjeldende for tillitsvalgte og ansatte ved en autorisert markedsplass, og bestemmelsen foreslås gitt tilsvarende anvendelse, jf utkastet § 6-3.

Overtredelsesgebyr og løpende mulkt

Som for børs, se *"Børsers sanksjoner"* i 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.

Utvalget foreslår på denne bakgrunn å gi lovutkastet bestemmelser om overtredelsesgebyr, jf § 5-12 og løpende mulkt, jf § 5-13 anvendelse også for autoriserte markedsplasser, jf lovutkastet § 6-3.

Innsidehandel og kursmanipulasjon

Ovenfor under 22.2.2 er det redegjort for innsidehandeldirektivets anvendelse på regulerte markeder. Etter *utvalgets* oppfatning vil en autorisert markedsplass falle inn under direktivets anvendelsesområde, og det må derfor fastsettes regler for autoriserte markedsplasser som oppfyller direktivets krav.

De norske innsidehandelreglene i verdipapirhandelloven §§ 2-1 flg. går som nevnt 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 handelsforbudsperioder og reglene om meldeplikt for tillitsvalgte og ansatte i utstederselskaper.

Dagens innsidehandelsregulering i verdipapirhandelloven refererer seg til *børs*noterte verdipapirer. For å gi reglene anvendelse på verdipapirer omsatt på et «regulert marked», som ikke er fondsbørs, må verdipapirhandelloven endres, eller Finansdepartementet kan 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. I det autoriserte markedsplasser eventuelt vil være direkte regulert i loven forsåvidt gjelder virksomhetsregler for øvrig, anses det riktig å fastsette innsidehandelsreglene i lovs form.

Utvalgets vurdering er at innsidedirektivet må oppfylles, men at det ikke bør gis regulering om disse forhold utover direktivets minimumskrav. Dette medfører at verdipapirhandelloven § 2-1 første ledd (samt de tilhørende presiseringer og unntak i fjerde og femte ledd) og § 2-2 første og annet ledd gis anvendelse for finansielle instrumenter opptatt til handel på en autorisert markedsplass.

Verdipapirhandelloven § 2-6 forbyr uredelig kurspåvirkning av et finansielt instrument som er notert på norsk børs. Investeringstjenestedirektivet 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 markedsplass og for beskyttelse av investorene. *Utvalget* foreslår på denne bakgrunn at bestemmelsen gis anvendelse for autoriserte markedsplasser.

For øvrig påpekes at verdipapirhandelloven § 2-5 om forbud mot urimelige forretningsmetoder *ikke* er begrenset til børsnoterte finansielle instrumenter og således også vil gjelde i forhold til finansielle instrumenter som handles på en autorisert markedsplass.

Utvalget viser således til de foreslåtte endringer i verdipapirhandelloven §§ 2-1, 2-2 og 2-6, jf lovutkastet § 11-2.

Skulle det for øvrig vise seg behov for å gi også øvrige bestemmelser anvendelse, kan dette skje ved bruk av departementets hjemmel etter verdipapirhandelloven § 1-7 første ledd.

Tilbudsplikt og flagging m v

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 gjelde 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 tildels 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.

22.8 Tilsyn og sanksjoner

Som nevnt i *"Tilsyn med børser og autoriserte markedsplasser"* i kapittel 24 forutsetter investeringstjenestedirektivet at det må være en viss form for myndighetstilsyn med det «regulerte markedet», jf artikkel 22. Alternativene til å søke konsesjon som autorisert markedsplass vil være enten å drive markedsplassvirksomheten som børs eller verdipapirforetak. Etter *utvalgets* syn må autoriserte markedsplasser derfor underlegges institusjonstilsyn på samme måte som børser og verdipapirforetak. Det vises til nærmere behandling i *"Tilsyn med børser og autoriserte markedsplasser"* i kapittel 24 nedenfor.

I henhold til verdipapirhandelloven § 12-1 tredje ledd skal en børs dersom den 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 denne lov, meddele dette til Kredittilsynet. *Utvalgets* foreslår at bestemmelsen gis tilsvarende anvendelse for autoriserte markedsplasser. Det vises til lovutkastet § 11-2.

Om straffesanksjoner vises det til lovutkastet § 9-1 og utredningens *"Straffesanksjoner"* i kapittel 24.11, og om klageregler til lovutkastet *"Nåværende verdipapirmarkedsstruktur i Norge"* i kapittel 7 og utredningens *"Klagenemnd og klagebehandling"* i kapittel 21.3.

Kapittel 23

Konsesjonsbehandling

23.1 Innledning

I det lovforslag *utvalget* fremlegger, er det lagt opp til at foretak som vil drive børsvirksomhet må innhente konsesjon før det kan starte opp virksomheten, jf *"Regulering av børsvirksomhet"* i kapittel 16.2. *Utvalget* har kommet til at autoriserte markedsplasser ikke skal underlegges konsesjonsplikt, jf *"Konsesjonsområde for autoriserte markedsplasser"* i kapittel 16.5. Slike foretak skal kunne søke konsesjon på frivillig grunnlag.

Det legges opp til at de foretak som tilfredsstiller lovens krav til organisering og drift av børs eller autorisert markedsplass, skal få konsesjon. I *"Organisering, organer og ledelse"* i kapittel 18, 19 og 20 er det redegjort nærmere for de grunnleggende vilkår som en børs må oppfylle for å kunne få konsesjon. For autoriserte markedsplasser er denne gjennomgangen foretatt i *"Nærmere om autoriserte markedsplasser"* i kapittel 22. Følgende hovedvilkår må være oppfylt:

Foretaket må være organisert som allmennaksjeselskap, lovutkastet § 3-1 og § 6-1. En børs kan også være organisert som selveiende institusjon. Børs må være oppbygd med generalforsamling, styre, daglig leder og kontrollkomité, jf lovutkastet § 3-1 til 3-3 og § 3-6, se nærmere i*"Organisering, organer og ledelse"* i kapittel 18. For autorisert markedsplass er det allmennaksjeloven som primært regulerer organsammensetningen, men det er stilt særskilte krav til styre og ledelse, § 6-3 og nærmere drøftelser i *"Organisering"* i kapittel 22.3.

Foretaket skal ha en ansvarlig kapital som står i forhold til den type og omfang av virksomhet som foretaket tar sikte på å utøve, og ved oppstart uansett oppfylle kravet til minimumskapital, jf lovutkastet § 4-5 og § 6-3 og nærmere drøftelser i *"Kapitalbehov og kapitalkrav – risikoforhold"* i kapittel 19.5 og kapittel *"Kapitalkrav"* i 22.5.

Foretakets daglige leder skal ha ført en hederlig vandel, og vedkommende må ha den nødvendige kompetanse til å utøve funksjonen som daglig leder i foretaket. Tilsvarende gjelder for styrets medlemmer og andre som faktisk deltar i ledelsen av foretaket, jf lovutkastet § 3-3 annet ledd og § 6-3, se nærmere om dette i *"Styret"* i kapittel 18.5 og kapittel *"Organisering"* i 22.3.

Børsens eierstruktur skal være i overensstemmelse med eierbegrensningsreglene, jf lovutkastet § 4-1 og nærmere behandling i *"Eierbegrensninger"* i kapittel 19.2. Den som har betydelig eierandel i børs eller autorisert markedsplass må oppfylle «egnethetskravene» til slike eiere, jf lovutkastet § 4-2 og § 6-3, og drøftelser i *"Krav til aksjonærer – aksjenes omsettelighet – børsnotering"* i kapittel 19.1 og kapittel *"Eierforhold"* i 22.4.

Foretaket skal ha etablert en tilfredsstillende plan for organisering av internkontroll i foretaket, jf lovutkastet § 3-7 og § 6-3, se nærmere drøftelser i *"Internkontroll"* i kapittel 18.8 og kapittel *"Organisering"* i 22.3.

Søker må fremlegge et sett med regelverk og forretningsvilkår for opptak til henholdsvis offisiell notering og handel, for medlemskap, samt for kursnotering, utstederforpliktelser, gjennomsiktighet, opplegg for markedsovervåkning, o s v, som skal være i overensstemmelse med bestemmelser gitt

i eller i medhold av børsloven og EU-reguleringen. Det vises til lovutkastet § 5-1 og § 6-3, og nærmere drøftelser i *"Forholdet mellom lovbestemte oppgaver og forretningsvilkår"* i kapittel 20.3 og *"Virksomhet og oppgaver"* i 22.7.

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.

23.2 Konsesjonsmyndighet

I dag er konsesjonsmyndighet etter børsloven tillagt Kongen, og delegert til Finansdepartementet. I Sverige er det Finansinspektionen (tilsvarer Kredittilsynet) som er konsesjonsmyndighet for børser og markedsplasser, mens denne myndighet i Danmark er tillagt Fondsrådet (organ med representanter fra finansbransjen og det offentlige, jf *"Sverige"* i kapittel 13.2).

Utvalget finner det mindre hensiktsmessig å opprette et eget organ som konsesjons- og tilsynsmyndighet. Blant annet fordi et slikt organ krever spesialkompetanse, og organet vil kunne få problemer med å tiltrekke seg denne kompetansen. *Utvalget* finner det formålstjenlig å videreføre Finansdepartementets rolle som konsesjonsgivende myndighet for børs basert på delegasjon fra Kongen, jf lovutkastet § 2-1 første ledd, og at Kongen tilsvarende tillegges konsesjonsmyndighet for autoriserte markedsplasser i lovutkastet § 2-1 annet ledd. Dersom Finansdepartementet finner det formålstjenlig, forutsettes det at departementet kan delegere konsesjonsmyndigheten til Kredittilsynet.

23.3 Søknad, tildeling, vilkår m v

Den aktuelle søker må sende skriftlig søknad til konsesjonsmyndigheten. 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 nærmere tre år, som blant annet beskriver planlagt virksomhet og strategi. Foretakets kapital på konsesjonstidspunktet må kunne dokumenteres ved revisorerklæring. Konsesjonsmyndighetene må gis rett til å kreve fremlagt ytterligere dokumentasjon dersom det som er fremlagt vurderes som utilstrekkelig for å behandle søknaden.

For å sikre en effektiv behandlingstid av saken, foreslår *utvalget* at det fastsettes en frist for konsesjonsmyndighetene på seks måneder på å ferdigbehandle saken. Tilsvarende frist er gitt for konsesjonsbehandlingen av verdipapirforetak, jf verdipapirhandelloven § 7-3 tredje ledd. Tilsvarende frist er også

foreslått i NOU 1998:14 om finansforetak, i lovforslaget § 3-7 annet ledd. Fristen skal løpe fra det tidspunkt konsesjonsmyndighetene har mottatt den dokumentasjon som er nødvendig for å fatte vedtak i konsesjonssaken.

Når konsesjonsmyndigheten har avsluttet saksbehandlingen kan søker gis konsesjon som børs, eller søknaden kan avslås. Konsesjonsmyndigheten skal imidlertid kunne stille vilkår for konsesjonen hvis det anses nødvendig av hensyn til de formål loven skal fremme.

Det følger av forvaltningsloven § 24 at vedtaket skal grunngis. Dersom søker får avslag på konsesjonssøknaden, eller det stilles vilkår for konsesjonen, kan vedkommende klage på vedtaket i henhold til forvaltningsloven §§ 28 følgende. Klageinstans er nærmeste overordnet forvaltningsorgan, jf forvaltningsloven § 28 første ledd, d v s Kongen i statsråd for vedtak fattet av Finansdepartementet, evt. Finansdepartementet dersom konsesjonsmyndigheten blir delegert til Kredittilsynet.

Et særskilt spørsmål er om det kan gis betinget konsesjon, d v s med vilkår om at konsesjonspliktig virksomhet ikke kan starte opp før visse vilkår for konsesjonen blir oppfylt. 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.

23.4 Endring og tilbakekall av konsesjon

Utvalget foreslår at vedkommende forvaltningsorgan som gis myndighet til å tildele konsesjon, også skal gis myndighet til å trekke konsesjonen tilbake. Etter omstendighetene kan også mindre inngripende tiltak enn tilbakekall være aktuelt, f eks som endring av konsesjonen, nye vilkår m v. Nedenfor gjennomgås forhold som etter *utvalgets* syn vil kunne medføre inndragning av selskapets konsesjon, se ellers lovutkastet § 2-4.

Konsesjonsmyndigheten må etter *utvalgets* syn ha adgang til å trekke tilbake konsesjoner som ikke er i bruk. Dette gjelder konsesjoner som aldri tas i bruk, der virksomheten opphører eller der konsesjonshaver ikke lenger ønsker å opprettholde konsesjonen. *Utvalget* finner dette hensiktsmessig for å unngå at det verserer ubrukte konsesjoner i markedet. Etter *utvalgets* syn bør konsesjoner som ikke tas i bruk i løpet av 12 måneder, eller der konsesjonen

har vært i bruk men ikke er brukt i løpet av de siste 6 måneder kunne trekkes tilbake. Tilsvarende gjelder for konsesjon til å yte investeringstjenester, jf verdipapirhandelloven § 12-5.

Videre må konsesjon kunne trekkes tilbake dersom konsesjonen er gitt på gale premisser, f eks der det er gitt feilaktige opplysninger i konsesjonssøknaden. Etter omstendighetene må konsesjonsmyndighetene kunne se an situasjonen i slike tilfeller. Der feilen ikke beror på en bevisst feil, må konsesjonsmyndighetene kunne vurdere å godta at feilen rettes opp.

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 i utgangspunktet kunne medføre inndragning av konsesjon. Slik inndragning kan være aktuelt dersom foretaket, et styremedlem, daglig leder eller annen person som deltar i ledelsen av virksomheten foretar alvorlige eller systematiske overtredelser av bestemmelser gitt i eller i medhold av verdipapirmarkedslovgivningen. Dette kan f eks være tilfelle 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 blant annet være avhengig av overtredelsens grovhet, eller om forholdet er et enkeltstående tilfelle eller ikke.

Konsesjonen skal kunne trekkes tilbake dersom foretaket begår mislige forhold som gir grunn til å frykte at en fortsettelse av virksomheten kan skade allmennhetens interesser. 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 systemovervåkning som kan føre til at verdipapiroppgjøret stanser opp.

Konsesjonen skal kunne trekkes tilbake der foretaket ikke etterkommer pålegg gitt fra tilsynsmyndighetene i henhold til lovutkastet § 8-4. Bestemmelsen er ment å underbygge tilsynsmyndighetenes påleggskompetanse.

Særlig om krav til offentliggjøring av autoriserte markedsplasser tilbakelevering eller inndragning av konsesjon

Utvalget har kommet til at autoriserte markedsplasser ikke skal underlegges konsesjonsplikt, jf *"Reguleringsbehov og konsesjonsordninger"* i kapittel 16. 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 foretaket 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.

Kapittel 24

Tilsyn med børser og autoriserte markedsplasser

24.1 Innledning

Hovedspørsmål vedrørende tilsyn med markedsplassene er om det skal føres tilsyn med markedsplassene, hvem som i tilfellet skal føre tilsyn, og det nærmere innholdet i tilsynet. Om generelle straffesanksjoner vises til *"Straffesanksjoner"* i kapittel 24.11 nedenfor.

Utvalget går ikke nærmere inn på det generelle tilsyn med aktørene på markedsplassene. Finansdepartementet og Kredittilsynet fører i dag tilsyn med verdipapirforetakene, som i praksis utgjør børsmedlemmene. Kredittilsynets tilsyn med disse foretakene er imidlertid hovedsakelig relatert til verdipapirhandellovens regler. Tilsynet med at børsmedlemmene overholder børsens handelsregler m v er i dag primært en oppgave som tilligger børsen, i likhet med tilsynet med utstederne. Tilsynet med børsens kunder og brukere i denne egenskap er således et eget spørsmål, som behandles under *"Børsers virksomhet, oppgaver og myndighet"* i kapittel 20.

Om spørsmålet om konsesjonsmyndighet vises til behandling i *"Konsesjonsbehandling"* i kapittel 23. Tilsynsmyndighet og konsesjonsmyndighet henger nært sammen, blant annet fordi en del av tilsynsvirksomheten naturlig vil være oppfølgning av at konsesjonsvilkår er oppfylt til enhver tid. Det er imidlertid ikke gitt at det organ som har tilsyn med en virksomhet også har myndighet til å gi og trekke tilbake konsesjon. I utgangspunktet er dette ikke tilfelle for verdipapirforetak, der Kredittilsynet ved lov er tillagt tilsynsmyndighet, mens Finansdepartementet er tillagt konsesjonsmyndighet. Finansdepartementet har riktignok delegert konsesjonsmyndigheten til Kredittilsynet, men departementet har ikke frasagt seg sin kompetanse og kan når som helst trekke denne myndigheten tilbake. Nedenfor behandles bare tilsyn. For børser og autoriserte markedsplasser har *utvalget* foreslått at konsesjonsmyndighet skal tilligge Kongen, men med adgang til å delegere dette til Finansdepartementet og eventuelt videre til Kredittilsynet, se *"Konsesjonsmyndighet"* i kapittel 23.2 ovenfor.

24.2 Dagens tilsynsregime for børsvirksomhet

Dagens børslov underlegger ikke norske børser eksternt operativt tilsyn, slik tilfellet er for finansinstitusjoner, verdipapirforetak, oppgjørssentraler, Verdipapirsentralen og forvaltningsselskaper for verdipapirfond. Børsloven § 5-4 pålegger børsen å sende årsregnskap og årsberetning til departementet. Internt tilsyn føres av børsens eget øverste organ, børsrådet, jf nedenfor.

Videre følger det av børsloven § 5-4 at børsen skal gi *Finansdepartementet* supplerende opplysninger dersom dette kreves. Bestemmelsen hjemler videre 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, pålegger § 5-4 at vedkommende skal melde fra til tilsynsmyndighetene, d v s Kredittilsynet, jf

Ot prp nr 83 (1986-87). Dette kan også omfatte handlinger av børsens egne organer eller ansatte. Det følger videre av verdipapirhandelloven § 12-1 første ledd at «Tilsyn med handelen i finansielle instrumenter og med overholdelsen av lovgivningen om verdipapirhandel forestås av departementet». I medhold av resolusjon 19. juni 1997 nr 614 er myndigheten tillagt Finansdepartementet. Finansdepartementet har etter dette tilsyn med børsens etterlevelse av reguleringen som gjelder for børser. Loven legger ikke opp til operativt tilsyn, i form av aktiv oppsøken av institusjonen under tilsyn for å kontrollere at regelverket blir overholdt. Tilsynet har mer karakter av forvaltningstilsyn, der tilsynsmyndighetene blant annet vedtar og fortolker regelverk for virksomheten. Se nærmere *"Det offentliges myndighet og oppgaver vedrørende børsen"* i kapittel 8.4.

Den løpende kontrollen med verdipapirmarkedet er tillagt *Kredittilsynet*. I henhold til tilsynsloven § 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 denne lovs bestemmelser, skal føres av Kredittilsynet» I denne forbindelse vil Kredittilsynet kunne bevege seg inn på børsenes område med hensyn til markedstilsyn, i det tilsynsoppgaver overfor markedsaktørene til dels er overlappende mellom børsen og Kredittilsynet. På denne bakgrunn er det derfor inngått en avtale mellom disse to organene om retningslinjer for samarbeidet mellom Oslo Børs og Kredittilsynet. Siste utgave er godkjent av styrene for børsen og Kredittilsynet henholdsvis 14. og 18. november 1997 (inntatt som vedlegg til denne utredningen). I den grad Kredittilsynet kan gripe inn overfor børsen, vil det være relatert til overholdelse av verdipapirhandellovens regler. Børsen er således ikke underlagt institusjonelt *virksomhets*tilsyn av Kredittilsynet.

Børsrådet er pålagt interntilsyn med børsens styre og administrative ledelse. Børsrådet skal som øverste organ for børsen føre tilsyn med børsstyrets og børsdirektørens forvaltning av børsen, jf børsloven § 2-2 første ledd litra b). I Ot prp nr 83 1986-87 side 109 heter det: «Tilsynet med at børsens virksomhet skjer i overensstemmelse med lov og forskrift bør etter departementets mening påhvile børsrådet, utfra de særlige kontrolloppgaver børsrådet vil ha etter departementets lovutkast». I Innst O nr 90 1987-88 side 18 er det presisert at «børsrådet skal trekke opp prinsipielle retningslinjer og mål samt føre kontroll med børsvirksomheten». Se ellers nærmere om børsrådet i *"Børsrådet"* i kapittel 8.3.2.

24.3 Internasjonale rammebetingelser

EU-direktivene stiller krav om at myndighetene skal påse at de regler som gis i direktivet blir implementert og fulgt opp. Direktivene tar i liten grad stilling til hvordan oppfølgningen av regelverket skal ivaretas. Det er for øvrig ikke krav om operativt virksomhetstilsyn med børser. I opptaksdirektivet (79/279/EØF) artikkel 3 pålegges medlemslandene å påse at foretak ikke opptas til offisiell notering på en fondsbørs i vedkommende land, uten at direktivets minimumskrav er oppfylt. I prospektdirektivet (80/390/EØF) artikkel 18 nr 1 pålegges medlemsstatene å overvåke gjennomføringen av direktivet. Dette synes å forutsette et visst tilsyn, uten at dette er nærmere presisert eller regu-

lert. Investeringstjenestedirektivet artikkel 22 følgende må også antas å innebære krav om en viss form for tilsyn med regulerte markeder i forhold til enkelte av direktivets regler og bestemmelser, jf også *"ISD og opptaksdirektivet"* i kapittel 22.2.1.

IOSCO, som er en organisasjon for tilsynsmyndigheter for verdipapirmarkedet, jf *"IOSCO"* i kapittel 12.7, forutsetter i sitt Objectives and Principles of Securities Regulation, av september 1998 at det føres løpende virksomhetstilsyn med markedsplasser og har utarbeidet retningslinjer for tilsynsvirksomheten, se nærmere nedenfor i *"Tilsynets innhold"* i punkt 24.6 og i *"IOSCO"* i kapittel 22.2.4.

24.4 Behov for tilsyn

IOSCO legger som nevnt ovenfor til grunn at markedsplasser skal underlegges tilsyn, og som nevnt er dette dels forutsatt i blant annet investeringstjenestedirektivet. Det fremkommer i utredningens *"Organisering av børsvirksomhet i enkelte andre land"* i kapittel 13 at regulerte markedsplasser i de landene det der er redegjort for er underlagt tilsyn (jf også *"Danmark og Sverige"* i kapittel 16.3.2). Tilsynsmyndighetene er noe forskjellige organisert, og med ulike kompetanseområder. Det er enten selvregulerende organisasjoner eller særlige forvaltningsorganer som står for virksomhetstilsynet for markedsplassene.

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.

Tilsynet med aktørene er for det første en videreføring av de fastsatte rammebetingelsene for disse institusjonene. Ser man på Kredittilsynets oppgaver, er det særlig å følge opp at de institusjoner som er underlagt regulering følger de regler som gjelder for den enkelte institusjon, inkludert eventuelle særskilte konsesjonsvilkår. Tilsynet har imidlertid også en rolle i forhold til overvåkningen av at institusjonene i finansmarkedet også vil være i stand til å oppfylle regelverket i fremtiden. Ved soliditetstilsynet overvåker ikke tilsynet bare dagens situasjon, men også institusjonenes strategiske posisjonering i forhold til fremtidige markedsendringer.

Når en institusjon blir underlagt særskilt tilsyn vil dette medføre kostnader for vedkommende institusjon. De kostnader som følger av oppfyllelse av regelverket i seg selv kan imidlertid ikke regnes som kostnader ved å være underlagt tilsyn. Regelverket vil likevel måtte oppfylles. Eventuelle merkostnader vil være relatert til ekstrabelastninger ved å forholde seg til en tilsynsmyndighet. Dette vil være kostnader forbundet med rapporteringsvirksomhet og arbeidskapasitet i forbindelse med kontakt med tilsynsorganet. I tillegg vil

det påløpe kostnader ved utligning der det er tilsynsenhetene som betaler for tilsynets virksomhet. For Kredittilsynets tilsynsvirksomhet er det tilfelle, jf kredittilsynsloven § 9.

Isolert sett vil tilsyn således medføre visse kostnader. 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».

Når det særskilt gjelder løpende myndighetstilsyn med børser og autoriserte markedsplasser vises til ovennevnte Consultation Draft fra IOSCO om Objectives and Principles of Securities Regulation, av 28. mai 1998. Det anbefales her løpende myndighetstilsyn med børser og handelssystemer («trading systems») med det mål å sikre integritet i handelen gjennom rimelige og rettferdige regler som balanserer interessene mellom ulike markedsdeltakere. I denne sammenheng vises særlig til behovet for gjennomsiktighet, mulighet for å forhindre markedsmanipulasjon m v og for å sikre en effektiv, rettferdig og sikker infrastruktur for handel og oppgjør med lavest mulig systemrisiko. Rapporten legger til grunn at slikt løpende tilsyn er nødvendig for å nå de tre hovedmål som IOSCO setter for verdipapirmarkedsreguleringen, d v s beskyttelse av investorene, sikring av at markedet blir rettferdig, effektivt og gjennomsiktig, og reduksjon av systemrisiko.

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 markedspassene 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.

Utvalget legger på denne bakgrunn til grunn at børser og autoriserte markedsplasser i Norge skal være underlagt løpende virksomhetstilsyn.

24.5 Tilsynsmyndighet

Som nevnt innledningsvis er det departementet (Finansdepartementet) som har det overordnede tilsyn med børsen etter dagens lov. Børsrådet har også en tilsynsfunksjon, men denne er mer underordnet departementets myndighet, og børsrådet fungerer i tillegg som et organ for ren internkontroll med virksomheten i foretaket. Børsrådets rolle må sees på bakgrunn av den brede representasjon rådet har, inkludert direkte representasjon for offentlige myndigheter. Rådets sammensetning skal reflektere interessene til aktørene på markedsplassen, det offentlige og andre samfunnsinteresser. Departementet

og rådet har litt unyansert sagt henholdsvis regelverkstilsyn og virksomhetstilsyn for børsen.

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 markedsforhold 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 markedsforhold, 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 selveiende institusjon eller aksjeselskap.

Virksomhetstilsynet kunne tenkes videreført i dagens form ved et bredt sammensatt råd. Dette rådet burde i tilfelle rendyrkes som tilsynsorgan, og ikke tillegges kompetanse som i dag for Børsrådet vedrørende budsjetter og regnskap. En annen frittstående «rådsmodell» er valgt i Danmark for reguleringstilsyn, mens det operative virksomhetstilsynet tilligger Finansinspektionen. Ved å velge «rådsmodellen» vil en kunne bidra til at ulike interesser ivaretas gjennom bred sammensetning av rådet. Motargumentet til å legge virksomhetstilsynet til et råd, er at virksomhetstilsynet krever løpende oppfølgning, høy grad av spesialisering og fagkunnskap, samt evne til hurtig reaksjon og behandling. Det ligger i «rådsmodellens» natur at medlemmene ikke er heltidsengasjert i rådsarbeidet. Et frittstående råd vil derfor etter *utvalgets* oppfatning ikke være hensiktsmessig.

Behovet for et operativt løpende tilsyn tilsier at denne funksjonen bør legges til et organ som kan drive tilsyn på heltid. Dette er modellen som er valgt i de øvrige nordiske land, og for øvrig synes å være den prefererte modell ellers i Europa, jf *"Organisering av børsvirksomhet i enkelte andre land"* i kapittel 13.

Kredittilsynet fremstår som det naturlige valg i denne sammenheng. 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 innsidehandelbestemmelsene.

Man kan tenke seg at det ble opprettet et nytt organ for tilsyn med børs og regulerte markedsplasser. Man ville da kunne rendyrke markedsplasstilsynet, uten at det oppstår prioriteringskonflikter i forhold til de øvrige oppgaver Kredittilsynet i dag har. Motargumentet vil likevel være at rekrutteringen til et slikt tilsynsorgan vil kunne bli vanskelig. Alt i alt synes det lite tvilsomt at

Kredittilsynet i dag er det mest egnede organ for å drive operativt virksomhetstilsyn med markedsplasser.

24.6 Tilsynets innhold

Det operative tilsynet må ha som hovedformål å sikre at markedsplassen i sin virksomhetsutøvelse holder seg innenfor den regulering, herunder konsesjonsvilkår, som er gitt for virksomheten. Tilsynet bør i sin oppgaveløsning se til at virksomheten ivaretar reguleringens formål om effektive og velorganiserte markedsplasser, der likebehandling, forutberegnelighet og gjennomsiktighet praktiseres.

Regelverkstilsynet relaterer seg til fastsettelse og/eller godkjennelse av regelverk for markedsplassenes virksomhet. For å gi rom for et effektivt virksomhetstilsyn må det offentlige fastsatte regelverket gis i overordnet og generell form, for å sikre fleksibilitet i et omskiftende finansmarked.

Det er nærliggende å underlegge børser og autoriserte markedsplasser virksomhetstilsyn på lik linje med Norsk Oppgjørssentral og Verdipapirsentralen. Markedsplassene har likhetstrekk med disse institusjonene ved at alle tre virksomheter fungerer som infrastrukturinstitusjoner i verdipapirmarkedet. Innholdet i tilsynet med Norsk Oppgjørssentral og Verdipapirsentralen er ikke nærmere konkretisert i verdipapirhandelloven § 12-1 annet ledd og verdipapirsentralloven § 2-13. Kredittilsynsloven gir visse angivelser av innholdet i tilsynsvirksomheten, men også her er formuleringene generelle. I kredittilsynsloven § 3 første ledd heter det:

> «Tilsynet skal se til at de institusjoner det har tilsyn med, 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, dens formål og vedtekter.»

I bestemmelsens annet ledd sies følgende om tilsynsmetoder:

> «Tilsynet skal granske regnskaper og andre oppgaver fra institusjonene og skal ellers gjøre de undersøkelser om deres stilling og virksomhet som tilsynet finner nødvendig. Institusjonen plikter når som helst å la tilsynet få gå gjennom sine protokoller, bøker, dokumenter og beholdninger av enhver art og gi alle opplysninger som tilsynet måtte kreve.»

Det legges her opp til et aktivt tilsyn, der Kredittilsynet skal foreta løpende undersøkelser om foretakenes virksomhet, for å forsikre seg om at virksomheten drives på en «hensiktsmessig og betryggende måte».

Tilsynsvirksomheten vil tradisjonelt ha to hovedmetoder i form av stedlig tilsyn ved besøk på markedsplassen og dokumentbasert tilsyn ved regelmessig rapportering fra virksomheten. I tillegg bør tilsynsorganet, basert på sin erfaring med tilsynsenhetene, løpende være premissleverandør til det organ som er gitt myndighet til å fastsette regler for markedsplassene.

I sin anbefaling av september 1998 – Objectives and Principles of Securities Regulation – har IOSCO utarbeidet følgende hovedmomenter som bør inngå i tilsynet med markedsplasser:

- Etablering av handelssystemer, herunder fondsbørser, bør være underlagt konsesjon og tilsyn.
- Børser og handelssystemer bør være underlagt løpende tilsyn som skal

sikre at integriteten i handelen blir opprettholdt gjennom rimelige og rettferdige regler som sikrer en hensiktsmessig balanse mellom interessene til de ulike aktørene i markedet.
- Reguleringen bør fremheve og bidra til gjennomsiktighet i handelen.
- Reguleringen bør ta sikte på å avdekke og virke preventivt mot manipulering og annen urimelig opptreden i handelen.
- Reguleringen bør ta sikte på å sikre forsvarlig håndtering av store transaksjoner (eksponering), fallende handler (misligholdsrisiko) og markedsforstyrrelser.
- Clearing- og oppgjørsordninger for finansielle instrumenter bør være underlagt reguleringstilsyn og sikre at ordningene er rettferdig, effektiv og velorganisert og at ordningene reduserer systemrisiko.

24.7 Tilsynets virkemidler

For å sikre overholdelse av regelverket, må tilsynsmyndighetene gis virkemidler til å avdekke og følge opp eventuelle regelbrudd.

For det første må tilsynsenhetene pålegges opplysningsplikt om alle forhold tilsynsmyndigheten vil kunne ha interesse av i sin tilsynsvirksomhet. Opplysningsplikten bør pålegges institusjonen som sådan, ledelsen og tillitsmenn i foretaket, i samsvar med praksis i forhold til andre institusjoner under tilsyn. Se lovutkastet § 8-2.

På bakgrunn av gitte opplysninger vil tilsynsorganet kunne vurdere enkeltforhold opp mot lovgivningen. Dersom det avdekkes brudd på reguleringen, må tilsynsorganet kunne pålegge foretaket å rette på forholdet. *Utvalget* foreslår at slik påleggskompetanse etableres ved å gi kredittilsynsloven anvendelse på tilsynet med børser og autoriserte markedsplasser, slik at tilsynslovens ordinære regler kan anvendes. Påleggskompetanse kan eventuelt hjemles i børsloven i tillegg, dersom det er ønskelig av pedagogiske hensyn.

Tilsynsorganet vil for eksempel i tider med stor markedsturbulens, kunne havne i en situasjon der det ikke er kapasitet til å gjennomføre granskninger av foretak under tilsyn. For å sikre handlekraft også i slike situasjoner hvor det i nær fremtid ikke vil være mulighet for tilsynet å foreta granskning av alle aktuelle forhold og institusjoner, bør det åpnes opp for at tilsynet kan beslutte granskning ved oppnevnt revisor for institusjonens regning.

For øvrig vises til omtalen av konsesjonsmyndighetens adgang til tilbakekall eller endring av konsesjoner, jf *"Endring og tilbakekall av konsesjon"* i kapittel 23.4 ovenfor.

24.8 Tilsyn med holdingmodeller

Dersom virksomhet som børs eller autorisert markedsplass 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.

24.9 Dekning av kostnader ved tilsyn

Etter kredittilsynsloven § 9 skal utgifter ved tilsyn i regi av Kredittilsynet utlignes på de institusjoner som er under tilsyn. Utligningen skjer forholdsmessig etter omfanget av tilsynsarbeidet med vedkommende institusjon. Kostnadene ved det mer generelle og uspesifiserte tilsynet utlignes på institusjonene under tilsyn i forhold til disse institusjonenes spesifikke belastning på tilsynet.

Alternative dekningsformer kan være belastning over statsbudsjettet uten etterfølgende utligning, eller bruk av gebyr for saksbehandling og tilsynsarbeid.

Det er et veletablert prinsipp at tilsynskostnadene ved finanstilsynet 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.

24.10 Reguleringsteknikk

Utvalget antar at kredittilsynsloven bør legges til grunn for markedsplasstilsynet, 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 reguleringssystem 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.

24.11 Straffesanksjoner

I *"Hovedhensyn ved regulering av børsvirksomhet"* i kapittel 15 har *utvalget* fremhevet behovet for sanksjonering av brudd på de normer som gjelder for drift av og opptreden på en markedsplass. Adgangen til å ilegge overtreder sanksjoner bidrar til disiplin med hensyn til overholdelse av reguleringen, noe som igjen bidrar til å sikre tillit til markedsplassen. Sanksjonene kan deles inn i privatrettslige- og offentligrettslige sanksjoner. De privatrettslige sanksjonene utledes av det avtaleforhold som er etablert mellom børsen eller en autorisert markedsplass og dets brukere. Dette er nærmere behandlet i *"Børsers virksomhet, oppgaver og myndighet"* i kapittel 20. Offentligrettslige sanksjoner kan igjen deles inn i administrative- og straffesanksjoner. De administrative sank-

sjonene er nærmere behandlet i *"Konsesjonsbehandling"* i kapittel 23 ovenfor, om tilbakekall og endring av konsesjon. I dette kapitlet behandles straffesanksjoner.

Gjeldende børslov § 6-1 lyder:

> «(1) Med bøter straffes den som forsettlig eller uaktsomt
> 1. oppretter børs uten tillatelse etter § 1-2 første ledd,
> 2. benytter betegnelsen børs i strid med § 1-2 annet ledd.
>
> (2) Den som forsettlig eller uaktsomt tilsidesetter sin opplysningsplikt etter § 4-7 eller § 4-8, straffes med bøter eller fengsel inntil 1 år eller begge deler. Foreligger det særlig skjerpende omstendigheter kan fengsel inntil 3 år anvendes.
>
> (3) Medlem av børsråd, børsstyre og børsdirektør og øvrige ansatte ved børsen som forsettlig eller uaktsomt overtrer denne lov eller bestemmelser gitt i medhold av loven, straffes med bøter eller under særlig skjerpende omstendigheter med fengsel inntil 1 år eller begge deler hvis ikke handlingen går inn under noen strengere straffebestemmelse.
>
> (4) Medvirkning til overtredelse av første til tredje ledd straffes på samme måte.»

Utvalget har ikke registrert noe behov for å endre straffesanksjoneringen av overtredelse av børsreguleringen. I det *utvalget* vurderer bestemmelsen som dekkende for det lovforslag som fremmes i denne utredningen, finner *utvalget* det formålstjenlig å videreføre denne bestemmelsen, med nødvendige tilpasninger til at børsråd fjernes som organ for børser og for tilsvarende anvendelse for autoriserte markedsplasser. Se lovutkastet § 9-1.

Kapittel 25

Omdannelse til allmennaksjeselskap

25.1 Innledning

Etter *utvalget*s forslag vil norsk børs kunne organiseres som allmennaksjeselskap. Ettersom den eksisterende børs, Oslo Børs, er organisert som selveiende institusjon etter gjeldende børslov, vil det være behov for retningslinjer og regler for hvordan en eventuell omdannelse skal foretas. Den gjeldende børslov regulerer naturlig nok ikke slik omdannelse til aksjeselskap og har heller ikke nærmere regler om annen avvikling eller likvidasjon. Et hovedspørsmål blir da i hvilken grad børsen selv bør kunne velge fremgangsmåte for omdannelsen. Hensynet til en smidig gjennomføringsprosess, og krav om lovforankring, tilsier at de viktigste spørsmål avklares sammen med *utvalget*s øvrige vurderinger.

Regler om omdannelse til allmennaksjeselskap vil også være aktuelt for børser som etableres og organiseres som selveiende institusjoner etter *utvalget*s forslag til ny lov. De vil imidlertid ikke være relevante for den tilpasning dagens børs må gjennomføre dersom den ikke velger omdannelse til allmennaksjeselskap, men velger å være organisert som selveiende institusjon etter reglene i den nye loven.

Valg av modell for omdannelse reiser en rekke problemstillinger. Disse er særlig knyttet til hvordan omdannelsen formelt skal foretas, hvordan børsens nettoformue skal disponeres og fremgangsmåte ved fordeling av aksjer på initiale aksjeeiere.

25.2 Rettslig utgangspunkt for omdannelsen

25.2.1 Børsloven

Gjeldende børslov har ingen regel om avvikling eller omdannelse av børs etablert i medhold av loven, bare i begrenset grad for børser etablert etter 1931-loven. Etter § 7-2 annet ledd kan Kongen gi nærmere bestemmelser om omdanning eller avvikling av de eksisterende børser, men det er ikke fastsatt forskrifter i medhold av bestemmelsen. At børsen er en «selveiende institusjon», jf børsloven § 1-1, har imidlertid betydning for hvordan børsens eventuelle midler kan disponeres.

Organisasjonsformen «selveiende institusjon» er en videreføring av den ordning som var gjeldende etter den tidligere lov. Børslovutvalget som sto bak utkast til gjeldende lov har enkelte bemerkninger knyttet til børsens institusjonelle status, jf NOU 1985:33 side 20. Utvalget viser til daværende stud. jur og vit ass Anders Christian Stray Ryssdals betenkning «Børsliv og børslov» som er inntatt som vedlegg til utvalgets utredning. Ryssdal konkluderte under tvil med at børsen er et offentlig fond etter lov av 23. mai 1980 nr 11 (stiftelsesloven). Om dette heter det at:

> «Utvalget er enig i at spørsmålet er tvilsomt, men antar det også er gode grunner som taler for at børsen må karakteriseres som en stiftelse.»

Utvalget antok at siden børsloven som den spesielle lov vil gå foran stiftelsesloven, og børsloven ville regulere alle spørsmål av betydning for børsens styring og organisasjon, hadde det ikke vesentlig betydning om børsen er stiftelse eller offentlig fond. Det er lagt til grunn at den nye loven neppe innebærer en endring i børsens rettslige karakter i forhold til etter tidligere lov, jf NOU 1985:33 side 98. Departementet sa seg i hovedsak enig med utvalget i disse synspunkter, jf Ot prp nr 83 (86-87) side 90.

Finanskomitéen kommenterte ikke problemstillingen uttrykkelig, men avga innstilling der loven inneholder betegnelsen «selveiende institusjon», og brukte i omtale også betegnelsen «selveiende stiftelse», jf Innst O nr 90 (1987-88) side 14.

Ut fra forarbeidenes karakterisering og forutsetningene ovenfor er det naturlig å anvende stiftelsesloven på børsen så langt det passer, for problemstillinger som ikke er regulert av børsloven. Stiftelsesloven gjelder offentlige og private stiftelser. For offentlige fond gjelder den i den utstrekning den myndighet som har etablert fondet bestemmer det. Reglene om omdannelse gjelder også for andre formuesmasser som er gitt eller samlet inn til et bestemt formål, jf §§ 1 og 38.

Stiftelser er i utgangspunktet uforanderlige, men kan likevel etter nærmere bestemte vilkår omdannes av Kongen etter søknad fra stiftelsens styre, jf stiftelsesloven kapittel VI. Omdanning kan etter § 36 første og tredje ledd også gå ut på at en stiftelse oppheves:

> «bl.a. ved:
> 1. at grunnkapitalen tillates brukt til formålet,
> 2. at stiftelsen slås sammen med en eller flere andre stiftelser med i det vesentlige likeartet formål, eller
> 3. at den deles i flere stiftelser.
>
> [.....]
> Når en omdanning vedører stiftelsens formål eller en annen bestemmelse som det må antas at det ble lagt vesentlig vekt på ved opprettelsen av stiftelsen, skal endringen så langt råd er tilpasses det opprinnelige formålet og tankegangen i stiftelsesgrunnlaget.»

Den rettslige regulering av stiftelser er nærmere omtalt i *"Stiftelser"* i kapittel 17.1.5. Reglene om omdannelse er i hovedsak foreslått videreført i utkast til ny stiftelseslov, jf NOU 1998:7 Om stiftelser.

Etter den tidligere lov, børsloven av 1931 § 23, kunne Kongen beslutte opphevelse av en børs dersom medlemsmøtet etter innkalling fra departementet besluttet dette med to tredjedels flertall, eller når børsens regnskap i tre år viste underskudd som ikke dekkes av børsens formue. Videre het det i § 23 tredje ledd:

> «Den nettoformue som måtte tilhøre en børs ved dens opphevelse, avsettes til et fond til fremme av byens næringsliv på handelens, industriens og sjøfartens område. Av fondets midler kan der også ytes bidrag til pensjonering av den opphevede børs tjenestemenn. Kongen fastsetter vedtekter for fondet. Vedtektene skal bl. a. angi hvorledes fondet skal forvaltes og hvem som skal treffe bestemmelser om anvendelse av fondets kapital og renter.»

I henhold til overgangsbestemmelsene i gjeldende lov kan Kongen gi nærmere bestemmelser om omdanning eller avvikling av børser omfattet av 1931-loven, og andre nødvendige overgangsregler, jf børsloven § 7-2. I tråd med 1931-loven ble det for en rekke avviklede børser opprettet børsfond der vedtektene ble godkjent av departementet.

Som eksempel vises til Bergen Børsfond, som i henhold til vedtektene reguleres av vedtekter og stiftelsesloven. I vedtektene heter det:

> «Bergen Børsfond er en selvstendig stiftelse med det formål å yte støtte til drift av Bergen Børs – avdeling Oslo Børs og til andre tiltak til fremme av børsvirksomheten og det lokale næringsliv.»

Fondets styre oppnevnes av Bergen Næringsråd, Bergen Fond og Aktiemegleres Forening og Bergens Rederiforening i fellesskap. Hvis organisasjonene oppløses eller unnlater å oppnevne styremedlemmer, skal oppnevnelsesretten gå over til en annen lokal næringsorganisasjon etter bestemmelse av Fylkesmannen. Fondets grunnkapital er urørlig, mens det årlige overskuddet etter at 10 prosent er tillagt fondets grunnkapital, skal benyttes i samsvar med formålet.

25.2.2 Regler om omdannelse til aksjeselskap for andre institusjoner

Behovet for regler om omdannelse av blant annet selveiende virksomheter til aksjeselskaper er ikke nytt. Regler på andre områder vil derfor kunne være interessant bakgrunnsinformasjon.

Finansieringsvirksomhetsloven av 10. juni 1988 nr 40 *"Sammendrag"* i kapittel 2 del III omhandler omdannelse av gjensidige forsikringsselskaper og kredittforeninger til aksjeselskap. Felles for disse organisasjonsformene er at foretakene i prinsippet styres av dem som til enhver tid er kunder, d v s henholdsvis forsikringstakere og låntagere som medlemmer, og at det ikke er noen eiere for øvrig. I tillegg vil medlemmene kunne ha et avgrenset ansvar for foretakets forpliktelser, jf forutsetningsvis forsikringsvirksomhetsloven av 10. juni 1988 nr 39 § 4-3 nr 4 og finansieringsvirksomhetsloven § 2-20 tredje ledd.

Omdannelse skal skje ved at institusjonens aktiva og passiva i sin helhet overføres til et nystiftet aksjeselskap. Aksjene skal enten fordeles til finansinstitusjonens kunder på grunnlag av kundeforholdet (hvor Kongen kan gi nærmere regler), eller eies av en stiftelse som opprettes for formålet. Ved fordeling av aksjer til kunder skal det etter forarbeidene tas utgangspunkt i kundeforhold som har vart i minst 10 år, jf Innst O nr 44 (1989-90) side 4.

For den aksjeeiende stiftelsen gjelder stiftelsesloven som supplement til finansieringsvirksomhetslovens egne bestemmelser. Vedtektene, som skal godkjennes av Kredittilsynet, skal bl a gi regler om sammensetning av og stemmerett på generalforsamlingen, oppløsning, disponering av formuen ved oppløsning samt anvendelse av årsoverskudd. Stiftelsen forvalter aksjene som ble tilført ved opprettelse og midler som mottas som utbetaling på aksjer. Stiftelsen kan bl a selge og kjøpe aksjer i det tilknyttede aksjeselskap eller andre institusjoner. Stiftelsen kan vedta å avvikle virksomheten.

Avvikling av stiftelsen krever godkjennelse av Kongen, som også ellers kan beslutte avvikling dersom forutsetningene er vesentlig endret. Formuen skal disponeres i henhold til vedtektene eller etter Kongens bestemmelse, på annen måte f eks ved fordeling på den omdannede finansinstitusjonens

kunder. Det skal legges spesielt vekt på å ivareta kundenes eller selskapets interesser eller stiftelsens formål.

Banklovkommisjonens forslag til lov om finansforetak m v i NOU 1998:14 viderefører i hovedsak gjeldende regler for omdannelse av gjensidig forsikringsselskaper og kredittforeninger. Lovforslagets *"Nåværende organisering av børsen og børsens relasjoner"* i kapittel 8 del II har videre særregler for aksjeeiende stiftelser dannet som ledd i omdannelsen, som er betegnet som finansstiftelser.

Sparebankloven av 24. mai 1961 nr 1 inneholder ingen særskilt regel om omdannelse til aksjeselskap, men åpner likevel for sammenslutning med forretningsbank som er aksjeselskap hvor forretningsbanken videreføres som rettssubjekt. Sparebanker må anses som stiftelseslignende institusjoner (selveiende), hvor innskytere, kommunestyret, og ansatte har innflytelse, i tillegg til grunnfondsbeviseiere der det er utstedt omsettelige grunnfondsbevis.

Ved avvikling eller sammenslåing med forretningsbank som det rettsubjekt som skal videreføres, skal bankens nettoformue «gå til fremme av sparebankvirksomhet i vedkommende kommune (kommuner)», jf § 47 tredje ledd. Det beløp den overtakende bank må betale for å «løse ut» formålet (overtakelsesbeløpet) ved sammenslutningen, skal fastsettes ved skjønnsnemnd oppnevnt av departementet.

Banklovkommisjonens flertall foreslår i forslag til lov om finansforetak m v, jf NOU 1998:14, at også sparebanker skal kunne omdannes til aksjeselskap. Omdannelsen skal i tilfelle gjøres ved at aktiva og passiva overføres til et nystiftet selskap. Det skal opprettes en stiftelse, betegnet som finansstiftelse, som skal være eier av alle aksjene i selskapet med unntak for aksjer som utstedes ved ombytting av grunnfondsbeviskapital. Det er altså ikke foreslått at aksjene skal kunne deles ut til bankens kunder. Denne begrensningen er særlig begrunnet med at det er vanskelig å fordele grunnfondet på en hensiktsmessig måte på de mange små innskyterne i sparebanker, og at fordelingen vil kunne få et tilfeldig preg og bli tids- og kostnadskrevende, jf NOU 1998:14 *"Økonomisk risiko"* i kapittel 10.4.

25.3 Omdannelse i Danmark og Sverige

I begge land ble børsen omdannet ved at børsene (som var selveiende institusjoner) opprettet et aksjeselskap som overtok alle aktiva og passiva. Retningslinjene for omdannelsen ble begge steder gitt forbindelse med lovbehandlingen av de endringer som åpnet for at børs kunne være aksjeselskap.

I Sverige kjøpte aksjeselskapet virksomheten for halvparten av bokført verdi av nettoaktiva. Stiftelsen brukte ca to mill kroner på å avvikle seg selv, hvorpå det resterende vederlag på ca 7 mill kroner ble gitt til er forskningsstiftelse som ble ansett å være i tråd med børsens formål. I lovforarbeidene er en modell med aksjeeiende stiftelse vurdert og forkastet, jf Prop1991/92:113 side 146.

I Danmark ga loven anvisning på flere alternative fremgangsmåter. Fondsbørsen valgte en modell hvor verdier tilsvarende nettoaktiva ble bundet som en fondsreserve i aksjeselskapet. Fondsreserven skal bare kunne anvendes til dekning av underskudd som ikke kan dekkes av beløp som kan anvendes til utbytte i aksjeselskapet. Den skal oppreguleres årlig med en nærmere bestemt rentesats ved overføring av en andel av et eventuelt overskudd i aksje-

selskapet i den grad dette ikke medgår til å dekke tidligere års underskudd. I tilfelle aksjeselskapet opphører, skal fondsreserven ikke kunne tilfalle aksjonærene, men når gjelden er dekket anvendes til formål som vedrører børsvirksomhet. Loven åpnet også for en alternativ modell som altså ikke ble valgt der en nyopprettet stiftelse skulle eie aksjene i børsaksjeselskapet.

I begge land fastslås i forarbeidene at ingen brukere har rett til børsens formue idet deres avgiftsbetaling bare hadde vært en betaling for de ytelser børsen hadde levert. Ved likvidasjon måtte midlene derfor tilfalle børsens formål.

Både i Sverige og Danmark ble tegningsretter til tegning av aksjer i de nystiftede aksjeselskaper fordelt på utstedere og børsmedlemmer etter retningslinjer i forarbeidene. I Sverige fikk gruppene en halvdel hver, mens i Danmark fikk medlemmene 60 prosent og obligasjons og aksjeutsteder 20 prosent hver. I begge land ble det fastsatt omsetningsbegrensninger på aksjene de første to årene.

I Sverige uttrykte børsen i sitt forslag til Regjeringen at den la vekt på å få et tydelig og aktivt eierskap. Forslaget ble lagt til grunn for Regjeringens innstilling, jf Prop side 146. Innenfor de tegningsberettigede gruppene besluttet børsen at fordeling skulle skje ut fra betalte avgifter i perioden 1988-92.

I Danmark var det lignende fordelingsnøkler, men ulik for hver gruppe. For medlemmene ble både avgifter og andel av omsetning for en periode på tre år lagt til grunn. Blant obligasjonsutstederne ble tegningsrettene fordelt med grunnlag i noteringsavgift for siste år, mens de blant aksjeutstedere ble fordelt etter selskapenes markedsverdi.

25.4 Hovedhensyn ved omdannelse

Børsen bør (forutsatt at den ønsker det) raskt kunne omdannes, og oppnå flest mulig av de fordeler som anses å ligge i å være organisert som allmennaksjeselskap. Det omfatter særlig organisatorisk fleksibilitet internt og eksternt, mulighet til å innhente egenkapital og få et eierskap som kontrollerer og stiller krav til organisasjonen.

Ettersom børsen er en viktig del av infrastrukturen i det norske verdipapirmarkedet, er det viktig at en omdannelse ikke gjennomføres på en måte som truer børsens tillit. 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.

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.

25.5 Utvalgets vurderinger

25.5.1 Fremgangsmåte

Utvalget legger til grunn at omdannelse gjøres ved at den nåværende børs stifter et allmennaksjeselskap etter reglene i allmennaksjeloven, og overfører eiendeler og forpliktelser i sin helhet. Det nystiftede allmennaksjeselskapet vil i alle henseende videreføre børsens virksomhet, mens den selveiende institusjon i utgangspunktet vil eie samtlige aksjer i selskapet. Det forutsettes at et videresalg av aksjene, jf *"Vederlag for aksjer og anvendelse av proveny"* i kapittel 25.5.3 nedenfor, foretas i sammenheng med stiftelsen av allmennaksjeselskapet. Salgsprovenyet overføres simultant til en nyetablert børsstiftelse, etter fradrag for midler som trengs for avvikling av den opprinnelige selveiende institusjonen. Det vises til lovutkastet § 10-3 og § 10-4.

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 *"Omdannelse i Danmark og Sverige"* i 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.

25.5.2 Hvem skal være børsens initiale eiere

Etter stiftelse av allmennaksjeselskap og overføring av virksomheten skal som nevnt aksjene som utstedes videreselges før nettoprovenyet overføres til en ny børsstiftelse. Som nevnt i *"Eiere og kapitalforhold"* i kapittel 19 vil aksjene i utgangspunktet være fritt omsettelige, men underlagt generelle eierbegrensninger. Det kreves heller ikke særlige kvalifikasjoner eller egenskaper for å være aksjonær utover egnethetskrav som er drøftet i *"Krav til aksjonærer –*

aksjenes omsettelighet – børsnotering" i kapittel 19.1. Spørsmålet her er hvem som skal være børsens første eiere. Med den bindingstid som foreslås nedenfor vil den initiale eierstrukturen gjelde i en *viss* periode etter omdannelsen, jf nedenfor.

To hensyn vil særlig være sentrale i denne vurderingen. Det første er hva som gir børsen en hensiktsmessig eierstruktur i overgangsfasen fra å være selveiende stiftelse uten overskudd som formål til å bli 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. Det siste er imidlertid avhengig av hvilken pris disse må betale ved kjøpet, jf *"Vederlag for aksjer og anvendelse av proveny"* i kapittel 25.5.3.

Det er rimelig å anta at særlig i en overgangsfase vil utstedere, børsmedlemmer og investorer kunne ha betydelig kompetanse for og interesse i å være eiere. Disse har som børsens direkte og indirekte brukere en egeninteresse i å utvikle børsen som en nasjonal markedsplass i konkurranse med utenlandske børser og uregulerte markeder. Børsens brukere har også vært sentrale i ledelsen av børsen gjennom børsrådet og børsstyret.

Utvalget vil understreke viktigheten av at børsen i den første overgangsfase har eiere som har en strategisk interesse i utvikling av børsen, og som gjennom den kontinuitet de representerer bidrar til å bevare børsens tillit i en periode hvor den ellers vil kunne være sårbar. 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.

For øvrig er *utvalget* delt i spørsmålet om det initiale eierskapet skal begrenses i samsvar med de nevnte hensyn, eller om aksjene skal selges fritt i det norske og utenlandske marked.

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 børsmedlemmer og utstedere som har et direkte brukerforhold til børsen, mens investorene er børsmedlemmenes kunder og utstedernes eiere/fordringshavere. Det forhold at bare børsmedlemmer 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 *"Omdannelse i Danmark og Sverige"* i 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. *Utvalgets mindretall (Bunæs, Seland, Selnes*) slutter seg til flertallets syn om at investorene bør gis anledning til å

delta, men finner grunn til å presisere at dette bør skje på lik linje med andre interessenter.

Praktisk sett kan utstedere og børsmedlemmer lett identifiseres, og det er også mulig å finne objektive kriterier for fordeling av aksjer, for eksempel på grunnlag av deres avgiftsbetaling til børsen. Det vises til følgende skjematiske oversikt fra Oslo Børs over avgifter de ulike brukergrupper har betalt til børsen i perioden 1994 – 1998, samt nærmere beskrivelse av børsens avgifter i *"Finansiering av børsens virksomhet"* i kapittel 10.3.

Tabell 25.1:

Bruker	Type avg.	1994	1995	1996	1997	1998 [xx]
Aksje-utsteder	Kursnot	22.291	24.324	28.516	32.192	34.800
	Prospekt [x]	4.451	2.520	3.850	4.108	2.800
	Sum	26.842	26.844	32.366	36.300	37.600
Obligasjons-utstedere	Kursnot	10.232	10.090	10.708	11.402	12.200
	Prospekt	1.523	1.500	2.340	3.299	2.700
	Sum	11.755	11.590	13.048	14.701	14.900
Medlemmer (inkl. derivater)		26.126	21.370	29.391	33.228	37.500

[x] Tallmaterialet er eksklusive avgifter for prospektkontroll av unoterte selskaper
[xx] Anslag for 1998 er basert på regnskapstall pr 3. Kvartal tillagt estimater for 4. Kvartal 1998.

Å finne objektive tildelingskriterier som oppfattes som rimelige for fordeling av aksjer til investorer, er svært vanskelig. Det vil for eksempel være lite hensiktsmessig om alle som eier børsnoterte verdipapirer skal gis anledning til å kjøpe aksjer i det initiale salget. Det finnes heller ikke interesseorganisasjoner som kan sies å være tilstrekkelig representative for alle. I praksis vil imidlertid de største institusjonelle investorene i Norge i tillegg være enten utstedere av børsnoterte aksjer eller obligasjoner, børsmedlemmer, eller nært knyttet til noen av disse. For eksempel vil sentrale institusjonelle investorer som banker, forsikringsselskaper og forvaltningsselskaper vanligvis ha slik tilknytning til børsen. Det samme gjelder den norske stat som utsteder av børsnoterte obligasjoner. Også pensjonskasser vil ofte ha tilknytning til utstederforetak. Investorene vil dessuten i egenskap av aksjonærer i utstederforetakene nettopp være eierne av de foretak som får anledning til å kjøpe aksjer i den omdannede børs, og får således del i den fordel og verdi dette måtte innebære.

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. En slik løsning er som nevnt også i samsvar med ordningene i Danmark og Sverige.

Utvalgets mindretall (Bunæs, Seland og Selnes) mener som tidligere anført at utsteder og børsmedlemmer ikke skal gis noe fortrinn men gis anledning til å delta på lik linje med enhver annen interessert. For øvrig er det *mindretallets* oppfatning at børsnoterte utstedere og børsmedlemmer har variert såvidt mye

over tid – endog i løpet av de siste fem år – at det uansett vil kunne gi urimelige utslag å gi nåværende utstedere/medlemmer fortrinn.

Utfra en helhetsvurdering av en ønsket eierstruktur og betalte avgifter, jf ovenfor, legger *utvalgets flertall* til grunn at en fordeling der børsmedlemmene og aksjeutstedere hver gis rett til å kjøpe 40 prosent av aksjene, mens obligasjonsutstederne gis rett til å kjøpe 20 prosent av aksjene, vil kunne være hensiktsmessig og oppfattes som rimelig ut fra dagens situasjon. *Utvalgets flertall* vil understreke betydningen av å finne praktiske og hensiktsmessige løsninger, selv om enkelte brukergrupper alltid vil kunne hevdes å være forfordelt. Den nærmere fordeling innenfor hver gruppe bør det tilligge børsen å fastsette, dog slik at dette godkjennes av Finansdepartementet som ledd i behandlingen av søknad om omdannelse. Det synes imidlertid naturlig å legge vekt på brukernes betaling av årlige og løpende avgifter til børsen, for eksempel over en periode på de siste 5 år. 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. De generelle eierbegrensninger vil uansett gjelde. Å fastsette den prosentvise fordeling i loven anses som lite hensiktsmessig. Det vises til at grunnlaget for fordelingen kan endres frem til det tidspunkt omdannelse måtte skje. Det foreslås derfor at dette omfattes av forskriftshjemmel forsåvidt gjelder omdannelse, men vil også kunne fastsettes uten forskrift gjennom børsens eventuelle vedtak om omdannelse og den offentlige godkjennelse av omdannelsesplanen, jf lovutkastet § 10-2 og § 10-3.

Flertallets forslag baserer seg på den forutsetning at det vil være tilstrekkelig interesse hos de angitte brukergrupper til at aksjesalg etter en omdannelse lar seg gjennomføre. Dersom en omdannelse skulle skje i en situasjon hvor denne forutsetning svikter, bør det være adgang til å fravike de foreslåtte begrensningene i hvem som skal kunne tilbys aksjer i det initiale aksjesalg. Det foreslås at Kongen i forbindelse med godkjennelse av den konkrete omdannelsesplan gis adgang til å avgjøre dette, inkludert å pålegge salg til en bredere krets. Det vises til lovutkastet § 10-4.

Utvalgets mindretall (medlemmene Bunæs, Seland og Selnes) støtter i hovedsak den skisserte fremgangsmåte for eventuell omdannelse av eksisterende børs, det vil si at det stiftes et allmennaksjeselskap som overtar eiendeler og forpliktelser og videreføre virksomheten, at det nye selskapet utsteder aksjer som vederlag til den eksisterende selveiende institusjon og at sistnevnte pålegges å selge samtlige aksjer. *Mindretallet* mener imidlertid at ingen enkeltinteressenter eller grupper av interessenter skal gis særfordeler ved at det båndlegges aksjer til fordel for disse. Aksjene bør derimot søkes solgt til best mulig pris – dog med den prisreduserende virkning eierbegrensningsregler vil medføre. *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. Videre vil man oppnå at de interessenter som har sterkest motivasjon til å erverve aksjer – med de restriksjoner som måtte gjelde for eierbegrensning og bindingstid – får best tildeling.

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. Et viktig hensyn for at børs skal kunne omdannes til aksjeselskap er at børsen får et aktivt eierskap og skal kunne bli konkurranseorientert. Videre vises til *flertallets* argumenter ovenfor for å etablere eierskapet blant børsens brukere. Dette tilsier at stiftelsen ikke bør være eier av samtlige

aksjer. I forhold til spørsmålet om stiftelsen fortsatt skal kunne eie noen, for eksempel under den eierbegrensning som er foreslått, har *utvalget* også sett det som viktig å bryte med de historiske bindinger en selveiende institusjon utgjør, og kan heller ikke se noen særskilt grunn til særbehandling av stiftelsen i forhold til andre interessenter. Det foreslås således ikke noe forbud mot at stiftelsen senere erverver aksjer utstedt av børsen.

Det er også et spørsmål om børsens ansatte bør gis anledning til å være blant de initiale eiere. *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, utfra alminnelige forretningsmessige og aksjerettslige prinsipper, og i tilfelle gjennomføres i form av en særskilt rettet kapitalforhøyelse.

Etter *utvalgets* oppfatning bør det i en overgangsperiode etter det initiale salget være restriksjoner på salg av aksjer. 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 tapes i denne overgangsperioden. Blant annet i forhold til internasjonale markeder og investorer er det sentralt at det ikke reises tvil om børsens stabilitet og fortsatte virksomhet. For aksjonærene vil det 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 rimelig at aksjene ikke fritt kan omsettes straks. Dette vil øke risikoen ved en slik aksjeinvestering generelt, f eks i en konkurssituasjon for børsen. Etter *utvalget*s vurdering bør perioden i lys av dagens situasjon være på ett til to år fra ervervstidspunktet, og bindingene utformes slik at de er praktisk håndterbare, for eksempel ved at aksjer umiddelbart eller etter noe tid kan selges innen den initiale eierkrets. Det forutsettes blant annet inntatt bestemmelser for overdragelse dersom en aksjonær er gjenstand for konkurs eller annen avvikling. Det vises til de ordninger som har vært praktisert i Danmark og Sverige. Detaljene i ordningen bør fastsettes av børsen i forbindelse med omdannelsen og forutsettes godkjent av departementet som ledd i dets behandling av omdannelsessøknaden, jf nedenfor.

25.5.3 Vederlag for aksjer og anvendelse av proveny

Nettoverdien av eksisterende børs vil etter omdannelse og overføring av virksomhet til det nystiftede allmennaksjeselskapet ligge i den nye børsstiftelsen som vederlag for de solgte aksjene. Retningslinjer for disponeringene av disse midlene vil følge av stiftelsens vedtekter fastsatt innenfor de rammer som nedfelles i loven. De prinsipielle vurderinger av hvordan nettoformuen skal disponeres eller videreføres vil blant annet ha betydning for hvilket vederlag som skal betales for kjøp av aksjene.

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 *"Børsloven"* 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.

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 slik det er gjort i Danmark, jf *"Omdannelse i Danmark og Sverige"* i kapittel 25.3. Nettoformuen ville da sikre børsen et bedre økonomisk fundament, og bidra til å styrke børsens konkurranseposisjon. Samtidig vil reserven ikke skape avkastning direkte til aksjonærene med mindre børsens drift ga bedre avkastning enn den rentesats som årlig skal tillegges fondet (og som kan varieres fra år til år). Fondsreserven ville heller ikke kunne utdeles til aksjonærene i form av utbytte, nedskriving av kapitalen eller ved avvikling. *Utvalget* anser imidlertid et slikt fond som så vidt fremmedartet at det vil bryte med *utvalget*s ønske om å åpne for at børs skal kunne drives i en rendyrket aksjeselskapsform. 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. *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 kan det dannes et konsortium som garanterer for kjøp av samtlige aksjer.

Utvalgets flertall har som nevnt overfor gått inn for at aksjene kun skal tilbys direkte brukere etter en nærmere bestemt fordelingsnøkkel. Det vises til begrunnelsen ovenfor under 25.5.2. *Flertallet* vil understreke 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 salgsproveny. Den eventuelle lavere pris vil 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 ville utgjøre en «rabatt» til enkelte grupper som *mindretallet* oppfatter som uberettiget.

25.5.4 Nærmere om børsstiftelsen – og dens formue

Etter salg av aksjene blir en selveiende nyopprettet børsstiftelse eier av salgsprovenyet. Beløpet vil som nevnt være avhengig av hvilken pris aksjene kan selges for. Det er svært usikkert hvilket beløp salgsprovenyet vil utgjøre, men basert på dagens økonomiske situasjon for Oslo Børs vil det kunne forventes å utgjøre et betydelig beløp. Det vises til at Oslo Børs' bokførte egenkapital pr 31.12.97 var på ca 160 mill kroner.

Utvalget har som nevnt funnet at den kapital som oppstår ved salg av aksjene bør vedbli i en stiftelse. Det forutsettes imidlertid at den selveiende institusjon organisert i henhold til dagens børslov skal avvikles, og at formuen overføres til en stiftelse med formål alene å forvalte kapitalen. Et passende beløp må avsettes til avvikling av eksisterende selveiende institusjon.

Utvalget finner det hensiktsmessig at børsstiftelsen bør reguleres av stiftelsesloven, og ikke av særlovbestemmelser. For ordens skyld vises til at stif-

telsesloven er under revisjon, og at det er fremlagt et lovutkast i NOU i 1998:7 Om stiftelser. Vedtektene bør fastsettes av børsrådet som et ledd i en eventuell omdannelsesbeslutning, og med godkjennelse av Kongen. Etter stiftelsesloven § 6 skal vedtektene alltid nevne stiftelsens formål, grunnkapital og hvordan styret dannes.

Stiftelsens formål må fastsettes i lys av formålet til den avviklede selveiende institusjonen (børsen). Det vises til vurderingen av dette ovenfor i *"Vederlag for aksjer og anvendelse av proveny"* i kapittel 25.5.3 og *"Børsloven"* i 25.2.1. *Utvalget* foreslår at stiftelsens formål bør være knyttet til fremme av et velfungerende norsk marked for finansielle instrumenter. Formålet vil da omfatte tiltak som fremmer de hensyn som er beskrevet ovenfor i *"Formålet med effektiv og velorganisert markedsplass i Norge"* i kapittel 4.3. Dette kan typisk være gjennom å yte bidrag til økonomisk og næringsmessig forskning, utdannelse, samt til markedsføring og opplysningsvirksomhet knyttet til formålet. For eksempel vil stiftelsen kunne gi bidrag til forskningsstiftelser, høyskoler og universiteter m v. Også private foretak vil kunne være tenkelige bidragsmottakere dersom det er i tråd med formålet. I noen utstrekning må også stiftelsen kunne yte bidrag til ideelle formål. *Utvalget* er imidlertid opptatt av at stiftelsens midler ikke direkte skal favorisere enkeltaktører som driver i konkurranse med andre. *Utvalget* anser at alminnelig støtte til næringsliv, eller strategiske investeringer i norske selskaper, i utgangspunktet ligger utenfor formålet. Som ledd i sin forvaltning av midlene vil imidlertid stiftelsen kunne foreta finansielle investeringer. Den må også kunne foreta investeringer knyttet til formålet, så lenge dette ikke bidrar til å påvirke konkurransen mellom norske aktører. Forsåvidt vil det ikke være noe til hinder for at stiftelsen erverver aksjer i den omdannede børs eller andre institusjoner i verdipapirmarkedet. Forsåvidt gjelder stiftelsens forvaltning vises det til prinsippet om at stiftelsens midler skal plasseres forsvarlig, jf NOU 1998:7 side 32, som er foreslått lovfestet i utkastet til ny stiftelseslov.

Etter *utvalgets* oppfatning er det ikke noe mål i seg selv at stiftelsen lever evig. Grunnkapitalen bør derfor kunne settes lavt, f eks til 10 prosent av det opprinnelige innskudd. Med unntak av grunnkapitalen vil i utgangspunktet både avkastning og kapitalen for øvrig kunne anvendes i tråd med formålet innenfor de begrensninger stiftelsesloven angir. Den vesentligste del av stiftelsens kapital vil kunne tenkes utdelt over en periode på f eks 10 til 20 år.

Stiftelser skal ha et styre som representerer stiftelsen utad og har ansvaret for forvaltningen av stiftelsen, jf stiftelsesloven § 5. Det foreslås at det for å velge styre, fastsette styrets godtgjørelse og fastsette årsregnskaper m m, også etableres et overordnet organ, som kan betegnes som generalforsamling eller børsstiftelsens råd. Det foreslås at sammensetningen bør reflektere de interesser som er representert i dagens børsråd, det vil si brukere og representanter for det offentlige. Det vises til børsloven § 2-1 fjerde ledd hvor det heter at «børsrådet skal være allsidig sammensatt og ha representanter som har særlig interesse av børsens virksomhet».

I tillegg bør det i lys av stiftelsens formål vurderes også å ha representanter for forsknings- og undervisningsinstitusjoner som medlemmer. Hvordan medlemmene i dette organet skal oppnevnes, vil måtte fastsettes i vedtektene. Et alternativ er offentlig oppnevnelse etter en nærmere angitt nøkkel hvor ulike organisasjoner og institusjoner foreslår medlemmer. Både Kongen som i dag oppnevner børsrådet, Finans- eller andre departementer, og det organ som har det alminnelige tilsyn med stiftelser (Fylkesmann etter gjeldende lov og et eget stiftelsestilsyn etter utkast til ny lov), vil kunne fylle en slik funksjon.

Et annet alternativ er å la de aktuelle institusjoner og organisasjoner selv oppnevne sine representanter i stiftelsens «generalforsamling». *Utvalget* finner ikke grunn til å anbefale det ene eller andre alternativet, men overlater dette til den fastsettelse av vedtektene innenfor lovens generelle krav, som skal undergis offentlig godkjennelse. Se lovutkastet § 10-6. Det foreslås stiftelseslovens regler gis anvendelse på børsstiftelsen. Dette omfatter blant annet bestemmelser om tilsyn, ledelse, ansvar for tillitsmenn, kapital, forvaltning av kapitalen, regnskaper m v.

Utvalget foreslår at hovedelementene ovenfor angis i loven, og at de mer detaljerte regler fastsettes i forbindelse med opprettelse av stiftelsen. Omdannelsen, og herunder opprettelsen av stiftelsen, vil dessuten måtte godkjennes av Kongen. Det vises til lovutkastet § 10-6 jf § 10-2.

25.5.5 Regler om gjennomføring av omdannelse

Valg av organisasjonsform bør tilligge børsen selv, ved børsrådet. 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.

25.6 Skattespørsmål

Børsen vil etter omdannelse være skattesubjekt som ethvert annet næringsdrivende foretak. 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.

Kapittel 26

Økonomiske og administrative konsekvenser

26.1 Innledning

Samlet sett antar *utvalget* at de fremsatte forslag vil bidra til en effektivisering av det norske verdipapirmarkedet. Forslaget åpner for alternative organisasjonsformer for børsvirksomhet, herunder organisering som allmennaksjeselskap, samt adgang til etablering av autoriserte markedsplasser. Dette antas å ville gi muligheter for reell konkurranse mellom markedsplasser i Norge, samt bedring av konkurranseevnen for norsk børs og 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 innebærer konsesjonsplikt for tradisjonell børsvirksomhet, og fastlegger de grunnleggende krav til virksomhetens organisering, ledelse, drift og kapitalforhold m v. Sammen med en klargjøring av tilsynsansvaret, ved at børser og autoriserte markedsplasser underlegges institusjonelt tilsyn fra Kredittilsynet, forventes dette å bidra til å sikre tilliten til velordnede markedsplasser for finansielle instrumenter i Norge. En økning av effektiviteten i og tiltroen til verdipapirmarkedet i Norge vil gi samfunnsøkonomiske gevinster, uten at det er mulig å tallfeste disse nærmere.

26.2 Økonomiske og administrative konsekvenser for det offentlige

De foreslåtte lovendringer vil stille endrede og mer omfattende krav til tilsynsmyndighetene. Primært følger dette av at børser og autoriserte markedsplasser foreslås underlagt ordinært, institusjonelt tilsyn fra Kredittilsynet, men også ved at enkelte oppgaver knyttet til tilsyn med markedsplassaktører overføres fra børsen til Kredittilsynet. Videre innebærer forslaget blant annet at tilsynsmyndighetene løpende skal vurdere regelverk og forretningsvilkår som børser og autoriserte markedsplasser fastsetter.

Disse forhold vil medføre behov for økt kapasitet og tilgang på noe bredere fag-kompetanse enn den Kredittilsynet besitter i dag. Et effektivt tilsyn vil blant annet måtte forutsette tilgang på kompetanse og ekspertise for rådgivning og kontroll med børsers IT-baserte systemer.

Lovforslaget vil videre i en overgangsperiode kreve tilpasning av og utarbeidelse av nye forskrifter. Det vil i tillegg måtte forventes at marked, media og aktører for øvrig vil ha et betydelig behov for informasjon i forbindelse med implementering og praktisering av nytt regelverk. Ved siden av Finansdepartementets rolle i denne sammenheng, er det naturlig at en vesentlig del av disse oppgavene ivaretas av Kredittilsynet.

Utvalget viser til at Kredittilsynets utgifter utlignes på tilsynsobjektene, og at økt aktivitetsnivå derfor neppe vil føre til økte utgifter for det offentlige. Videre vises til *utvalgets* forslag om å videreføre nåværende ordning med en uavhengig klagenemnd, og forslaget om at klagenemndens utgifter skal kunne kreves dekket av de børser og eventuelle autoriserte markedsplasser som måtte være etablert.

Tilsynsvirksomheten er etter forslaget foreslått knyttet til foretak som driver børs eller autorisert markedsplass for finansielle instrumenter. En eventuell endring av definisjonen av dette begrepet i verdipapirhandelloven § 1-2 til også å omfatte varederivater, vil medføre at også børser og autoriserte markedsplasser som noterer eller opptar til handel varederivater vil omfattes av *utvalgets* forslag til ny børslov. Dette vil medføre krav til øket kompetanse og ressurser i Kredittilsynet. Det vises til det pågående arbeid i Varederivat-utvalget (utvalg oppnevnt den 25. september 1998 av Finansdepartementet).

Utvalget anser det lite hensiktsmessig å forsøke å tallfeste de ovennevnte konsekvenser for tilsynsmyndighetene.

Utvalget foreslår at ansvaret for registrering av prospekter ved emisjoner m v av ikke børsnoterte verdipapirer flyttes fra børsen til Foretaksregisteret, jf nærmere i *"Prospektkontroll ved offentlige tilbud"* i kapittel 20.4.7.1. Registreringsordningen forutsetter i liten grad materiell kontroll med de innsendte prospekter, men administrasjon av ordningen og noe tilhørende veiledning og benyttelse av unntaksregler m v, antas å ville kreve noe økte ressurser hos Foretaksregisteret. Oslo Børs har i perioden januar til og med november 1998 registrert ca 80 slike prospekter, og belaster utsteder med et gebyr på 2.000 kroner. Hjemmelen til å kreve slikt gebyr etter verdipapirhandelloven § 5-9 for utgifter ved registrering forutsettes overført til Foretaksregisteret. *Utvalget* har for øvrig ikke grunnlag for noe anslag over de økonomiske konsekvenser for Foretaksregsiteret ved en overføring av denne oppgaven.

Myndighetene, samt institusjoner som Verdipapirsentralen, vil eventuelt måtte forholde seg til flere børser og autoriserte markedsplasser hvis slike opprettes. Dette vil kunne medføre behov for økte ressurser.

26.3 Økonomiske og administrative konsekvenser for private

Som nevnt i *"Innledning"* i kapittel 26.1 ovenfor, forventer *utvalget* at forslaget skal gi grunnlag for økt konkurranse og kostnadseffektivitet i det nasjonale verdipapirmarkedet, med bedre produkter og lavere priser for brukere som børsnoterte foretak, verdipapirforetak og private og institusjonelle investorer.

For børser – i praksis i dag Oslo Børs – vil lovforslaget kunne føre til en mer fleksibel styringsstruktur – uansett om børsen skulle beslutte omdannelse til allmennaksjeselskap eller ikke. Blant annet vil børsen lettere kunne tilpasse prisene på sine tjenester til markedsforutsetningene og raskere kunne utnytte nye muligheter i forhold til produkt- eller tjenestesiden og tilknyttede forretningsidéer. Samlet sett må det forventes at dette vil kunne øke børsens konkurranseevne.

Lovforslaget innebærer at børsrådet erstattes av en generalforsamling. Dette vil i noen grad kunne redusere kostnadene knyttet til drift av børsens styrende organ. På den annen side vil børsen få kostnader knyttet til en kontrollkomité, og sett i sammenheng har disse endringene neppe vesentlige økonomiske konsekvenser.

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.

Når det gjelder konsekvenser av en eventuell omdannelse av eksisterende børs til allmennaksjeselskap, vises til *utvalgets* begrunnelse for forslaget i *"Utvalgets vurderinger av alternative organisasjonsformer"* i kapittel 17.2. En eventuell omdannelse vil i seg selv være et ressurskrevende prosjekt, både for

børsens organisasjon og i form av kostnader knyttet til ekstern rådgivning m v.

Etter forslaget skal børsen ikke lenger ha ansvar for registrering av prospekter etter verdipapirhandelloven kapittel 5 for verdipapirer som ikke er eller søkes børsnotert, og 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. For prospektregistrering vises til, som nevnt i *"Økonomiske og administrative konsekvenser for det offentlige"* i kapittel 26.2 ovenfor, at børsen for denne oppgaven krever gebyr av utsteder til dekning av sine utgifter. På den annen side vil børsen etter forslaget få større ansvar for å fastsette eget regelverk i form av regelverk og forretningsvilkår overfor børsmedlemmer og utstedere av børsnoterte instrumenter.

Overgangen til ny lov vil uansett medføre merarbeid for børsen i en overgangsperiode. I forbindelse med at dagens børsforskrift foreslås erstattet av nye forskrifter gitt av Kongen i medhold av lovforslaget, må det også antas at det vil være ønskelig at børsen bidrar med utkast til forskrifter eller på annen måte. Dette vil i så fall dels kunne bety økede utgifter i form av innleiet hjelp, dels bety merbelastning på børsens organisasjon.

Overgang til nye regler vil også innebære visse behov for tilpasning, opplæring m v hos børsens kunder og brukere, særlig de børsnoterte foretakene og børsmedlemmene, selv om lovforslaget i seg selv ikke nødvendigvis medfører vesentlige endringer i deres rettigheter og plikter overfor børsen. På den annen side forutsettes som nevnt ovenfor at reformen kan gi lavere priser og kostnader for brukerne, og samlet sett vil ha samfunnsøkonomiske gevinster knyttet til ressursbruken i verdipapirmarkedet. Et godt organisert og vel fungerende verdipapirmarked vil også spille en vesentlig rolle når det gjelder tilgang til kapital for næringslivet, med positiv betydning både for etablering og opprettholdelse av bedrifter og arbeidsplasser.

Kapittel 27

Merknader til de enkelte bestemmelser

Til § 1-1 Lovens formål

Utvalget har funnet det hensiktsmessig å foreslå en særskilt formålsparagraf for den nye loven, jf også drøftelsene i *"Børsvirksomhet og tilknyttet virksomhet"* 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 markedsplass i Norge», se også nærmere omtale i *"Innledning og oversikt – behovet for et effektivt og velfungerende marked for verdipapirer i Norge"* i kapittel 4. Videre vises til de nærmere drøftelser av de grunnleggende hensyn i innstillingens *"Hovedhensyn ved regulering av børsvirksomhet"* i 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 markedsplass i Norge.

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

Til § 1-2 Lovens virkeområde

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.

Til § 1-3 Børsvirksomhet og autorisert markedsplass

Første ledd er omtalt i *"Regulering av børsvirksomhet"* i kapittel 16.2. Med formuleringen «organisering eller drift» av et marked, er 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, eventuelt at børsen leier et handelssystem. Om begrensninger i adgangen til å sette ut («outsource») vesentlige deler av virksomheten, vises til omtale i *"Regulering av børsvirksomhet"* i kapittel 16.2.

Bestemmelsens *annet ledd* er omtalt i *"Regulering av markedsplasser som ikke er børser"* i kapittel 16.3 til 16.5.

Til § 1-4 Forhold til aksjelovgivningen og stiftelsesloven

Bestemmelsen er omtalt i *"Forholdet til aksjelovgivningen og stiftelseslovgivningen"* i kapittel 18.2. For generelle drøftelser av selskapsformene vises til *"Former for organisering av børsvirksomhet"* i kapittel 17.

Til bestemmelsens *tredje ledd* vises til omtale i *"Stiftelse, omdannelse og avvikling"* i kapittel 18.10, forsåvidt gjelder avvikling av selveiende institusjoner.

Til § 2-1 Konsesjon

Bestemmelsens *første ledd* fastlegger konsesjonsplikten for børsvirksomhet i Norge. Om begrepet «børsvirksomhet» vises til lovutkastets § 1-3 første ledd og omtale i *"Regulering av børsvirksomhet"* i kapittel 16.2. Videre vises til hjemmelen for Kongen i nevnte paragraf til i tvilstilfeller å avgjøre om en virksomhet skal anses som børsvirksomhet etter denne lov. Hvorvidt en virksomhet skal regnes som børsvirksomhet *i Norge* må avgjøres konkret i det enkelte tilfelle, jf også utkastets § 1-2 om lovens virkeområde. Avgrensningsspørsmål kan her reise seg i forhold til grensekryssende virksomhet, typisk hvis deler av børsvirksomheten, f eks det selskapsrettslige forretningskontor, hele eller deler av administrasjonen, selve det elektroniske datasystem m v, er plassert i et annet land. Investeringstjenestedirektivet er ikke til hinder for at Norge regulerer «opprettelse av nye markeder på sitt territorium», jf nærmere omtale i *"Nærmere om etableringsretten"* i kapittel 12.2.2.2. Som drøftet på nevnte sted fastlegger direktivet på den annen side at en hjemstat ikke kan nekte et verdipapirforetak i egen stat å være fjernmedlem av en regulert markedsplass i andre EØS-stater. Denne retten for et regulert marked i et annet land til å utplassere sine terminaler i f eks Norge, vil kunne ha en uklar grense mot hva som skal regnes som «opprettelse» av et nytt marked i Norge.

Etter *første ledd annet punktum* er bruk av betegnelsen «børs» i eller som tillegg til sitt navn, forbeholdt foretak som har tillatelse etter loven til å drive børsvirksomhet, dersom bruken er egnet til å gi inntrykk av at virksomheten er børs etter denne loven. Det vises til tilsvarende bestemmelse i den gjeldende børslov § 1-2 annet ledd.

Bestemmelsens *annet ledd* fastslår adgangen til å gi konsesjon til foretak for virksomhet som autorisert markedsplass. Det vil være frivillig om foretaket ønsker å søke slik konsesjon, se omtale i *"Regulering av markedsplasser som ikke er børser"* i kapittel 16.3. På tilsvarende måte som for børser, jf ovenfor, vil imidlertid bruk av betegnelsen «autorisert markedsplass» være forbeholdt virksomheter med konsesjon etter loven.

Til bestemmelsens *tredje ledd* vises til omtale i *"Investeringstjenestedirektivet – ISD"* i kapittel 12.2.2 og *"Konsesjonsområde – børsvirksomhetens kjernefunksjoner"* i 16.2.2 og 16.4, for henholdsvis børser og autoriserte markedsplasser. Om begrepet «regulert marked» vises for øvrig til verdipapirhandellovens § 1-3, som er en implementering av definisjonen i investeringstjenestedirektivets artikkel 1 nr 13, se nærmere i innstillingen på de ovennevnte steder.

Bestemmelsen fastslår således at foretak med konsesjon etter loven skal være omfattet av den nevnte definisjoner, og derved blir oppført på den liste som Norge skal føre over egne regulerte markeder i henhold til direktivets artikkel 16 med de rettigheter og plikter som direktivet innebærer.

Til § 2-2 Vilkår for konsesjon som børs og autorisert markedsplass

Bestemmelsen er omtalt i *"Innledning"* i kapittel 23.1, med videre henvisninger til drøftelser i *"Organisering, organer og ledelse"* i kapitlene 18, 19 og 20.

Til § 2-3 Søknad om konsesjon

Bestemmelsen er omtalt i *"Søknad, tildeling, vilkår m v"* i kapittel 23.3.

Til § 2-4 Endring og tilbakekall av konsesjon

Bestemmelsen er omtalt i *"Endring og tilbakekall av konsesjon"* i kapittel 23.4.

Til bestemmelsens *første ledd nr 4* vises for øvrig til de generelle krav til styremedlemmer og ledelsen i utkastets § 3-3. Dersom vilkårene i nevnte paragraf ikke lenger er oppfylt, vil dette kunne gi grunnlag for endring eller tilbakekall av tillatelse i medhold av *§ 2-4 første ledd nr 3*.

Til § 2-5 Sammenslåing og deling av børs m v

Bestemmelsen er omtalt i *"Foretaksendringer"* i kapittel 19.4.

Til § 2-6 Virksomhet i utlandet

Bestemmelsen stiller krav om at foretak som ønsker å etablere virksomhet i utlandet gjennom datterselskap eller filial, må innhente Kongens tillatelse før slik etablering finner sted. 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.

Til § 3-1 Organisasjonsform

Det vises til omtale i *"Utvalgets vurderinger av alternative organisasjonsformer"* i kapittel 17.2.

Til § 3-2 Generalforsamling

Bestemmelsen er omtalt i *"Generalforsamling"* i kapittel 18.3.

Til § 3-3 Styre og ledelse

Bestemmelsen er omtalt i *"Styret"* i kapittel 18.5.

Til § 3-4 Endringer i ledelsen

Bestemmelsen må ses i sammenheng med § 3-3 om krav til styremedlemmer og ledelse.

Bestemmelsen er utarbeidet etter mønster av verdipapirhandelloven § 12-2 annet ledd og Banklovkommisjonens forslag i NOU 1998:14 Finansforetak § 5-22.

Til § 3-5 Vedtekter

Bestemmelsen er omtalt i *"Børs organisert som allmennaksjeselskap"* i kapittel 18.2.1 og *"Børs organisert som selveiende institusjon"* i 18.2.2.

Til § 3-6 Kontrollkomitè

Bestemmelsen er omtalt i *"Særskilte organer – kontrollkomité m m"* i kapittel 18.7. Som det fremgår på nevnte sted, er det et *mindretall* i utvalget (*medlemmene Bech, Frønsdal og Wilson*) som ikke støtter forslaget om å lovfeste kontrollkomitè for foretak som driver børvirksomhet.

Til § 3-7 Internkontroll

Bestemmelsen er omtalt i *"Internkontroll"* i kapittel 18.8 Om bakgrunnen for bestemmelsen vises ellers til internkontrollforskriften av 20. juni 1997 nr 1057, som gjelder for finansinstitusjoner, oppgjørssentraler, verdipapirsentralen, verdipapirforetak og forvaltningsselskap for verdipapirfond.

Til § 3-8 Revisor og regnskap

Bestemmelsen er omtalt i *"Regnskap, revisjon og økonomi"* i kapittel 18.9. Det vises for øvrig til gjeldende børslov §§ 5-2 til 5-4. Av gjeldende lovs § 2-2 bokstav f, fremgår det at børsens revisor skal være statsautorisert revisor. Utvalget har ikke funnet det nødvendig å lovfeste et slikt krav, men viser til at spørsmålet om adgangen til å velge mellom registrert eller statsautorisert revisor også for børsvirksomhet bør følge av de samme regler som gjelder for den aktuelle organisasjonsform.

Til § 3-9 Taushetsplikt

Bestemmelsen er omtalt i *"Taushetsplikt, habilitetsregler, aksjeeie m v"* i kapittel 20.4.9, og er i hovedsak en videreføring av gjeldende børslovs § 2-11.

Med «tilsynsmyndighetene» i *tredje ledd* siktes primært til Kredittilsynet, jf blant annet lovutkastet § 8-1, men også til Finansdepartementet som overordnet forvaltningsorgan for tilsyn med og regulering av børsvirksomhet og verdipapirhandel generelt, se også verdipapirhandelloven § 12-1.

Bestemmelsens *fjerde ledd* er nytt, og er nærmere omtalt i ovennevnte *"Taushetsplikt, habilitetsregler, aksjeeie m v"* i kapittel 20.4.9.

Til § 3-10 Habilitetsregler

Bestemmelsen er omtalt i *"Taushetsplikt, habilitetsregler, aksjeeie m v"* 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.

Til § 3-11 Eie av finansielle instrumenter m m

Bestemmelsen er omtalt i *"Taushetsplikt, habilitetsregler, aksjeeie m v"* i kapittel 20.4.9.

Til § 4-1 Eierbegrensninger

Bestemmelsen er omtalt i *"Eierbegrensninger"* i kapittel 19.2. Det vises til at utvalgets *mindretall (medlemmene Bjørland, Bunæs, Frønsdal, Hugo-Sørensen og Ryel)* foreslår at høyeste tillatte eierandel settes til 10 prosent.

Etter *fjerde ledd* kan Kongen – eller den som har fått slik myndighet delegert – tvangsselge aksjer eiet i strid med eierbegrensningsreglene. For å hindre at eier av slike aksjer i en periode likevel kan utøve innflytelse i selskapet i strid med bestemmelsens formål, er det i *femte ledd* fastslått at vedkommende for de aktuelle aksjer ikke kan utøve andre rettigheter i selskapet enn å heve utbytte og utøve fortrinnsrett ved eventuelle kapitalforhøyelser, og således ikke kan stemme for aksjene.

Til § 4-2 Krav til aksjeeiere

Bestemmelsen er omtalt i *"Krav til aksjonærer – aksjenes omsettelighet – børsnotering"* i kapittel 19.1. Utvalgets *mindretall*, jf kommentaren til § 4-1, som går inn for at høyeste tillatte eierandel skal være 10 prosent, foreslår på denne bakgrunn at § 4-2 sløyfes.

Til § 4-3 Konsolidering

Bestemmelsen er omtalt i *"Konsolideringsregler"* i kapittel 19.2.5.

Utvalgets *mindretall (medlemmene Bjørland og Frønsdal)* som foreslår lovfesting av generelle stemmerettsbegrensninger, jf *"Stemmerettsbegrensninger"* i kapittel 19.3, foreslår i lys av dette at utkastets § 4-3 om konsolidering skal gis tilsvarende anvendelse på stemmerettsbegrensninger.

Til § 4-4 Finansielle instrumenter utstedt av børs – særlige regler for foretak i samme konsern som vedkommende børs

Bestemmelsen er omtalt i *"Krav til aksjonærer – aksjenes omsettelighet – børsnotering"* i kapittel 19.1.

Til § 4-5 Kapitalkrav

Bestemmelsen er omtalt i *"Kapitalbehov og kapitalkrav – risikoforhold"* i kapittel 19.5.

For ordens skyld nevnes at også denne bestemmelsen forutsettes å gjelde både for børs organisert som allmennaksjeselskap og som selveiende institusjon.

Til § 4-6 Likviditetskrav

Bestemmelsen er omtalt i *"Kapitalbehov og kapitalkrav – risikoforhold"* i kapittel 19.5. Utvalget forutsetter at bestemmelsen ikke skal innebære noe krav om at Kongen utarbeider nærmere regler om beregning av likvide midler og om hva som skal anses som betryggende beholdning etter bestemmelsens *annet punktum*. Det generelle krav i bestemmelsens *første punktum* vil uansett gjelde for den aktuelle børs, og vil kunne følges opp under det ordinære tilsyn fra tilsynsmyndighetene av vedkommende virksomhet.

Til § 5-1 Generelle krav til virksomheten

Bestemmelsens *første ledd* er omtalt i *"Børsvirksomhet og tilknyttet virksomhet"* i kapittel 20.2. Vedrørende referansen til at kursnoteringene skal gjenspeile de noterte instrumentenes markedsverdi, vises til gjeldende børslovs § 4-5 første ledd.

Bestemmelsens *annet ledd* er omtalt i *"Organisering av kursnoteringene – tekniske systemer"* i kapittel 20.4.2. *Tredje ledd* er omtalt i *"Forholdet mellom lovbestemte oppgaver og forretningsvilkår"* i kapittel 20.3. Det vises også til *"Vil børsens virksomhet etter forslaget til ny lov være omfattet av forvaltningsloven?"* i kapittel 21.1.2 om forholdet mellom børsers egne regler og forvaltningsloven.

Til § 5-2 Tilknyttet virksomhet

Bestemmelsen er omtalt i *"Børsvirksomhet og tilknyttet virksomhet"* i kapittel 20.2.

Til § 5-3 Kursnoteringene

Bestemmelsen er omtalt i *"Organisering av kursnoteringene – tekniske systemer"* i kapittel 20.4.2. og *"Regler om kursnotering"* i 20.4.3.

Til *første ledd* bemerkes for ordens skyld 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.

Annet ledd fastlegger det generelle prinsipp om god gjennomsiktighet i markedet, jf også § 5-1 første ledd. 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 *"Tillitskapende og velordnet"* i kapittel 15.4, samt om minimumskrav og unntaksadgang etter investeringstjenestedirektivet i *"Krav til gjennomsiktighet i markedet"* i kapittel 12.2.2.3.

Til § 5-4 Deltagelse i kursnoteringen – medlemskap

Bestemmelsen er omtalt i *"Medlemskap"* i kapittel 20.4.4.

Det vises ellers til gjeldende børslov § 4-1, jf § 3-1 og § 3-5.

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.

Femte ledd er en videreføring av gjeldende børslovs § 4-8 for så vidt gjelder børsmedlemmene, dog er det i *annet punktum* presisert at også tillitsvalgte er omfattet.

For øvrig vises til at børsen kan fastsette nærmere vilkår, jf § 5-1 tredje ledd.

Til § 5-5 Opphør av medlemskap

Bestemmelsen er omtalt i *"Medlemskap"* i kapittel 20.4.4. Bestemmelsen er i det vesentligste en videreføring av gjeldende lovs § 3-2. 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.

Til § 5-6 Opptak til offisiell notering av finansielle instrumenter.

Bestemmelsen er omtalt i *"Opptak til offisiell notering, strykning og suspensjon"* i kapittel 20.4.5. Lovbestemmelsen, og forskrifter i medhold av bestemmelens tredje ledd, kan suppleres med børsens egne regler og forretningsvilkår, jf § 5-1 tredje ledd.

Bestemmelsens *første ledd* tilsvarer gjeldende lovs § 4-3 første ledd. Bestemmelsens *første ledd siste punktum* fastlegger at opptak til børsnotering av derivater, som opsjoner og terminer m v kun kan skje dersom det foreligger en betydelig handel med betryggende kursfastsettelse i den eller de underliggende instrumentene. Det understrekes at dette ikke skal 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.

Om begrepene «finansielle instrumenter», og «omsettelige verdipapirer» som undergruppe av førstnevnte, vises til omtale i *"Produkter og produktutvikling"* i kapittel 9.3 og verdipapirhandellovens § 1-2.

Etter bestemmelsens *tredje ledd* fastsetter Kongen nærmere regler om vilkårene for å oppta finansielle instrumenter til offisiell notering, samt om utsteders løpende forpliktelser og offentliggjøring av prospekter eller andre opplysninger. Om minimumskravene for opptak til offisiell notering vises til omtale i kapittel 20.5.4 og 9.4 og Rdir 79/279/EØS, jf kapittel 12.2.3. Om minimumskravene til prospekt ved opptak til offisiell notering av verdipapirer, vises til omtale i *"Regnskapsrapportering"* i kapittel 9.10.3 og Rdir 80/390/EØF, jf også *"Prospektdirektivene"* i kapittel 12.2.5.

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 direktivforpliktelser 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 omsette-

lige, 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 *"Utstedernes informasjonsplikt og andre forpliktelser"* i kapittel 20.4.6 og *"Andre kontroll- og tilsynsoppgaver"* i 9.12.

Til § 5-7 Utsteders opplysningsforpliktelser

Bestemmelsen er omtalt i *"Utstedernes informasjonsplikt og andre forpliktelser"* i kapittel 20.4.6.

Overtredelse av utsteders informasjonsplikt, jf bestemmelsens *første ledd,* foreslås for øvrig straffesanksjonert på samme måte som etter gjeldende lov, jf utkastets § 9-1 og gjeldende børslov § 6-1 annet ledd, jf § 4-7.

Til bestemmelsens *annet ledd* vises til gjeldende børsforskrifts *"Kapitalmarkedet i Norge"* i kapittel 6 og § 10-5, omtalt i *"Løpende informasjonsplikt"* i kapittel 9.10.2, samt til omtale av Rdir 79/279/EØF og 88/627/EØF i *"Opptaksdirektivet"* i kapittel 12.2.3 og *"Halvårsdirektivet"* i 12.2.4.

Utvalget forutsetter for øvrig at den enkelte børs i tillegg til de minimumskrav som vil følge av bestemmelsens *første og annet ledd* med tilhørende forskrifter, kan fastsette ytterligere krav til utstedere i det sett av regler og forretningsvilkår som forutsettes utarbeidet i henhold til lovutkastets § 5-1 tredje ledd.

§ 5-7 *tredje ledd* er omtalt i *"Utstedernes informasjonsplikt og andre forpliktelser"* i kapittel 20.4.6 og tilsvarer gjeldende børslovs § 4-8 – som er omtalt i *"Opplysningsplikt etter krav fra børsen"* i kapittel 9.11 – for så vidt angår forholdet til utstedere av børsnoterte verdipapirer, dog er det i *annet punktum* presisert at også tillitsvalgte er omfattet. (Om børsmedlemmenes opplysningsplikt vises til lovutkastets § 5-4 femte ledd.)

Til § 5-8 Strykning fra notering

Bestemmelsen er omtalt i *"Opptak til offisiell notering, strykning og suspensjon"* i kapittel 20.4.5.

Bestemmelsen tilsvarer i hovedsak gjeldende børslovs § 4-10, som er omtalt i *"Opptak til kursnotering, strykning og suspensjon"* i kapittel 9.4 og *"Sanksjoner"* i 9.13, dog slik at utvalget ikke har funnet grunn til å foreslå lovfestet krav om særskilt kvalifisert flertall ved beslutning om strykning. Som i de øvrige deler av lovutkastet fastsetter heller ikke loven hvilket av børsens organer som er kompetent, jf omtale i *"Innledning"* i kapittel 20.4.1. Som etter gjeldende børslov § 4-10, forutsettes 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 lovutkastets § 5-1 tredje ledd.

Til § 5-9 Suspensjon

Bestemmelsen er omtalt i *"Opptak til offisiell notering, strykning og suspensjon"* i kapittel 20.4.5, og er en videreføring av gjeldende lovs § 4-11 som er omtalt i *"Opptak til kursnotering, strykning og suspensjon"* i kapittel 9.4. Med «dager» menes kalenderdager.

Til § 5-10 Stengning og handelspause

Første ledd tilsvarer gjeldende børslovs § 4-12.

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.

Til § 5-11 Markedsovervåkning

Bestemmelsens *første ledd* er i hovedsak en videreføring av gjeldende lovs § 4-5 annet ledd.

For øvrig vises til verdipapirhandelloven § 12-1 tredje ledd, hvor det heter 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 denne lov (verdipapirhandelloven), skal dette meddeles Kredittilsynet. Oppfølgning av markedsaktørenes eventuelle overtredelser av børsloven og børsens regler og forretningsvilkår tilligger i utgangspunktet børsen selv, med de sanksjoner børsen er tillagt overfor medlemmer og utstedere, jf lovutkastet §§ 5-12 og 5-13. Eventuelle politianmeldelser av brudd på den straffesanksjonerte informasjonsplikten for utstedere av børsnoterte verdipapirer vil i utgangspunktet tilligge børsen. For øvrig vises til *utvalgets* forutsetning om en videreføring av et avtalefestet samarbeid mellom børser og Kredittilsynet, jf omtale i *"Flagging, meldeplikt, innsidehandel, handleforbud, kursmanipulasjon, god forretningsskikk m v"* i kapittel 20.4.7.3.

Bestemmelsens *annet ledd* fastslår at børs til oppfyllelse av plikten etter første ledd til å overvåke handelen og kursnoteringene, kan kreve utlevert nødvendige opplysninger fra verdipapirsentral og oppgjørssentral. Bakgrunnen for bestemmelsen er de nevnte institusjoners generelle taushetsplikt etter henholdsvis verdipapirsentrallovens § 2-14 og verdipapirhandellovens § 6-5. I relasjon til VPS er det imidlertid allerede etter gjeldende regler 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. Videre foreslås i forhold til oppgjørssentralers taushetsplikt etter verdipapirhandellovens § 6-5 en tilsvarende adgang for oppgjørssentral til å utlevere registrerte opplysninger til børs. 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 børs' 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. For øvrig foreslås i utkastet til *annet ledd* en uttrykkelig fastsettelse av at opplys-

ninger som innhentes i medhold av bestemmelsen ikke kan benyttes til andre formål enn det som fremgår av bestemmelsens første ledd. Videre er det i *annet ledd siste punktum* for ordens skyld fastslått at taushetsplikten for tillitsvalgte og ansatte ved børsen etter utkastet til § 3-9 gjelder tilsvarende, blant annet for å gjøre det klart at opplysningene likevel kan gis tilsynsmyndighetene etter § 3-9 tredje ledd, eller eventuelt til annen børs, verdipapirsentral, oppgjørssentral eller autorisert markedsplass etter nærmere bestemmelser gitt i medhold av utkastet til § 3-9 fjerdje ledd.

Etter *tredje ledd* er Kongen gitt hjemmel for å gi utfyllende bestemmelser om utleveringsplikten etter annet ledd og det formål opplysningene kan benyttes til. Dette kan tenkes 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. Videre er det gitt hjemmel for nærmere regler om og i så fall i hvilken utstrekning verdipapirsentralen eller oppgjørssentral skal kunne kreve dekket kostnader ved utlevering av opplysninger som omhandlet. Det bemerkes at særlig opprettelsen av VPS også var begrunnet i det offentliges interesse i å kunne få opplysninger av betydning for overvåkningen 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 e l, slik at det er rimelig om det helt eller delvis kan kreves kostnadsdekning for slike spesialkjøringer og lignende.

Til § 5-12 Overtredelsesgebyr

Bestemmelsen er omtalt i *"Børsers sanksjoner"* i kapittel 20.4.8 og *"Særlig om børsers sanksjoner – overtredelsesgebyr"* i 21.2, og tilsvarer i hovedsak gjeldende børslovs § 6-3. Et unntak er likevel at utkastets *første punktum* ikke lovfester maksimalgrensen for overtredelsesgebyr for utstedere til «inntil 10 ganger årlig kursnoteringsavgift» slik det står i gjeldende § 6-2. *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 børser 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.

Til § 5-13 Løpende mulkt

Bestemmelsen er omtalt i *"Børsers sanksjoner"* i kapittel 20.4.8, og er en videreføring av gjeldende børslov § 6-2.

Til § 6-1 Generelle krav til virksomheten

Bestemmelsen er omtalt i *"Nærmere om behov for en autorisert markedsplass"* i kapittel 16.4 flg. og *"Nærmere om autoriserte markedsplasser"* i kapittel 22.

Til *første ledd* vises særskilt til lovutkastets § 1-3 annet ledd og kommentarer til denne, samt til *"Virksomhetsregler"* i kapittel 22.6. *Annet ledd* er nærm-

ere omtalt i *"Organisering"* i kapittel 22.3 og for de øvrige ledd vises til *"Virksomhet og oppgaver"* i kapittel 22.7.

Til § 6-2 Tilknyttet virksomhet, opptak til handel m m

Bestemmelsen er omtalt i *"Virksomhet og oppgaver"* i kapittel 22.7.

Til bestemmelsens *annet ledd* om prospektkrav ved opptak til handel på en autorisert markedsplass, vises til omtale i *"Virksomhet og oppgaver"* i kapittel 22.7. Etter *annet ledd annet punktum* kan Kongen ved forskrift fastsette tillegg eller unntak fra de prospektkrav for unoterte verdipapirer som følger av eller i medhold av verdipapirhandelloven, og som gis tilsvarende anvendelse ved opptak til handel ved en autorisert markedsplass. Unntak og tilpasning tenkes særlig aktuelt ved at de nevnte prospektkrav primært er utformet med tanke på emisjoner og videresalg, og betingelser for tegning eller kjøp o s v ikke er relevant ved et rent opptak til handel av allerede utstedte verdipapirer. Videre forutsettes at det kan gjøres unntak fra prospektkravene helt til delvis hvis det er tale om å oppta til handel på den autoriserte markedsplassen verdipapirer som allerede er børsnotert i Norge eller utlandet.

Til § 6-3 Øvrige bestemmelsers anvendelse for autoriserte markedsplasser

Bestemmelsen er omtalt i *"Organisering"* i kapittel 22.3 flg.

Til § 7-1 Oppnevning og kompetanse m v

Bestemmelsen er omtalt i *"Klagenemnd og klagebehandling"* i kapittel 21.3 og er en videreføring av gjeldende børslovs § 6-4, dog slik at den også gis anvendelse i forhold til autoriserte markedsplasser.

I *tredje ledd* presiseres hjemmelen for å videreføre de særskilte saksbehandlingsregler m v for børsklagenemnden som i dag følger av børsforskriften *"Økonomiske og administrative konsekvenser"* i kapittel 26, jf omtale i innstillingens *"Klagenemnd og klagebehandling"* i kapittel 21.3 jf *"Børsklagenemnden"* i kapittel 8.5. Det vises til at utvalget ikke har foreslått videreføring av den helt generelle hjemmel for Kongen i gjeldende børslov § 1-6 til å fastsette børsforskrifter, samt for øvrig til den generelle forskriftshjemmel som ellers følger av forvaltningsloven § 28 tredje ledd.

Til § 7-2 Dekning av klagenemndens utgifter

Bestemmelsen er omtalt i *"Klagenemnd og klagebehandling"* i kapittel 21.3.

Første ledd er nytt, og gir i sitt *første punktum* grunnlag for utligning av klagenemndens utgifter mellom de børser og autoriserte markedsplasser som til enhver til er i virksomhet. Annet punktum fastslår at Kongen skal fastsette godtgjørelsen til medlemmene av klagenemnden.

Bestemmelsens *annet og tredje ledd* tilsvarer gjeldende børslov § 6-5.

Til 7-3 Søksmålsadgang

Bestemmelsen er omtalt i *"Klagenemnd og klagebehandling"* i kapittel 21.3, og tilsvarer gjeldende børslovs § 6-6.

Til § 8-1 Tilsynsmyndighet

Bestemmelsen er omtalt i *"Dagens tilsynsregime for børsvirksomhet"* i kapittel 24.2. Bestemmelsen overlapper kredittilsynsloven § 1 første og annet ledd, etter utvalgets forslag til endringer, men er inntatt i utkastet til børslov med det formål å samle hovedreglene for børsvirksomhet og autoriserte markedsplasser i denne loven.

Første ledd er omtalt i *"Tilsynsmyndighet"* i kapittel 24.5.

Annet ledd er omtalt i *"Tilsyn med holdingmodeller"* i kapittel 24.8.

Til § 8-2 Opplysningsplikt

Bestemmelsen er omtalt i *"Tilsynets virkemidler"* i kapittel 24.7, 24.8 og 24.10.

Første, annet og tredje ledd er utarbeidet etter mønster av verdipapirhandellovens § 12-2 første, annet og fjerde ledd, som gjelder verdipapirforetak og oppgjørssentraler.

Bestemmelsen *tredje ledd* tilsvarer verdipapirhandellovens § 12-2 fjerde ledd i forhold til spørsmålet om overtredelser av bestemmelser gitt i eller i medhold av verdipapirhandelloven. Lovutkastet pålegger således enhver utsteder av finansielle instrumenter tilsvarende opplysningsplikt i forhold til spørsmål om overtredelser av bestemmelser gitt i eller i medhold av utkastet til ny børslov. I lys av det utvidede tilsynsansvar Kredittilsynet forutsettes å få gjennom utvalgets lovforslag, foreslås en tilsvarende plikt for foretak og privatpersoner til å gi nødvendige opplysninger knyttet til deres medlemskap eller deltagelse i handel på en børs eller autorisert markedsplass.

Til § 8-3 Kredittilsynets taushetsplikt

Bestemmelsen er utformet etter mønster av verdipapirhandellovens § 12-3. Som nevnt i kommentarene til § 8-1, overlapper lovutkastets kapittel 8 i en viss grad kredittilsynsloven. Utkastets § 8-3 *første ledd* viser til kredittilsynslovens § 7 første ledd. *Annet ledd* er foreslått etter mønster av verdipapirhandellovens § 12-3 annet ledd, i det *utvalget* antar at slike situasjoner også kan oppstå ved utøvelse av virksomhet som børs eller autorisert markedsplass.

Til § 8-4 Pålegg m v

Bestemmelsen er omtalt i *"Tilsynets virkemidler"* i kapittel 24.7.

Bestemmelsen er utformet etter mønster fra verdipapirhandelloven § 12-4 første og fjerde ledd.

Første ledd overlapper i en viss grad kredittilsynslovens § 4, men er medtatt av hensyn til den samlede oversikt og sammenheng i loven.

Annet ledd gir Kredittilsynet myndighet til å ekskludere stemmerett for aksjer eiet i strid med utkastets § 4-2, og for å sikre overholdelsen av denne. Etter *utvalgets* syn er dette en hensiktsmessig reaksjonsform, da formålet nettopp er å hindre dominerende innflytelse fra eiere som ikke oppfyller lovens krav i samsvar med utkastets § 4-2. Bestemmelsen vil i praksis få betydning for eiere med en eierandel på mellom 10 og 20 prosent, jf utkastet § 4-1 med en generell eierbegrensningsregel på 20 prosent (fra *utvalgets flertall*).

Til § 9-1 Straff

Bestemmelsen er omtalt i *"Straffesanksjoner"* i kapittel 24.11.

Til § 10-1 Omdannelse

Bestemmelsen er omtalt i *"Utvalgets vurderinger"* i kapittel 25.5.

Til § 10-2 Godkjennelse av omdannelse

Bestemmelsen er omtalt i *"Regler om gjennomføring av omdannelse"* i kapittel 25.5.5.

Til § 10-3 Vedtak om omdannelse

Bestemmelsen er omtalt i *"Utvalgets vurderinger"* i kapittel 25.5.

Vedrørende spørsmålet om midlertidige begrensninger i aksjenes omsettelighet, bemerkes at dette kun er forutsatt knyttet til de initiale aksjer som utstedes og selges som ledd i omdannelsen. Således vil den omdannede børs også i perioden for midlertidige omsetningsbegrensninger kunne vedta nye kapitalforhøyelser og utstede ytterligere aksjer uten slike begrensninger på disse nye aksjenes omsettelighet. Dette vil i utgangspunktet også kunne gjøres med fortrinnsrett for de eksisterende aksjonærer og med utstedelse av omsettelige tegningsretter. I denne sammenheng forutsetter imidlertid utvalget at slike tegningsretter ikke gis en så høy verdi gjennom fastsettelser av lav tegningskurs på de nye aksjene at dette, gjennom adgangen til å selge tegningsretter i markedet, innebærer en omgåelse av de midlertidige omsetningsbegrensninger som hefter ved de opprinnelige aksjer. Det samme gjelder i forhold til for eksempel spørsmålet om nedskrivning av aksjekapitalen med utbetaling til de opprinnelige aksjonærer i denne perioden. Det vises til at slike forhold om nødvendig kan reguleres nærmere i regler fastsatt av Kongen i medhold av utkastets § 10-2, som vilkår ved den konsesjon den omdannede børs forutsettes å søke og bli innvilget, samt til at vedtektsendringer uansett må godkjennes av Kongen, jf utkastets § 3-1 annet ledd.

Til § 10-4 Gjennomføring av omdannelse

Bestemmelsen er omtalt i *"Utvalgets vurderinger"* i kapittel 25.5. Et *mindretall* i *utvalget* går som nevnt i mot forslaget til bestemmelsens *annet og tredje punktum* om begrensninger i den krets som tilbys de nye aksjene.

Til § 10-5 Virkning av omdannelse

Bestemmelsen er omtalt i *"Regler om gjennomføring av omdannelse"* i kapittel 25.5.5.

Etter bestemmelsens *første ledd* fastslås at børs organisert som selveiende institusjon med tillatelse etter den nye loven i utgangspunktet får overført sin eksisterende tillatelse som ledd i omdannelse til allmennaksjeselskap. Nødvendige tilpasninger av virksomheten og organisasjon m v, forutsettes vurdert og godkjent i forbindelse med behandling og godkjennelse av omdannelsesvedtaket, jf § 10-2. Til *første ledds annet punktum* bemerkes at en børs med tillatelse etter gjeldende børslov ikke vil være tilpasset den nye loven med hensyn til organer, vedtekter, kapitalkrav m v, jf for øvrig kommentarene til lovutkastets § 11-1 om ikrafttredelses- og overgangsbestemmelser. Hvis slik børs søker omdannelse før konsesjon er søkt og blitt innvilget i henhold til den nye loven, jf fristen på ett år til dette etter utkastets § 11-1, forutsettes at børsen senest samtidig med omdannelsesbeslutningen fremmer søknad om tillatelse

etter den nye loven. Konsesjonssøknad og omdannelsesbeslutning vil således kunne behandles samlet av konsesjonsmyndigheten.

Bestemmelsens *annet ledd* er nærmere omtalt i *"Regler om gjennomføring av omdannelse"* i kapittel 25.5.5.

Til § 10-6 Børsstiftelse

Bestemmelsen er omtalt i *"Nærmere om børsstiftelsen – og dens formue"* i kapittel 25.5.4.

Til § 11-1 Ikrafttredelses- og overgangsbestemmelser

Første ledd fastslår at Kongen fastsetter når loven trer i kraft og når den gjeldende børslov oppheves.

Annet ledd tar som utgangspunkt at eksisterende børser ikke skal kunne drive videre under den gjeldende børslov. Dersom søknad om tillatelse etter den nye loven ikke innsendes innen fristen på ett år etter *annet punktum*, eller slik søknad avslås fordi virksomheten ikke fyller kravene for tillatelse til å drive børsvirksomhet etter den nye loven, skal børsvirksomheten avvikles innen to år. I så fall kan Kongen etter *tredje ledd* om nødvendig gi nærmere regler om avvikling av slik børs. Videre kan Kongen etter *tredje ledd* jf *første ledds annet punktum* om nødvendig gi nærmere regler om i hvilken grad virksomheten skal kunne drives etter reglene i børsloven av 1988 inntil avvikling er skjedd, eller hvilke av bestemmelsene i den nye loven som skal gis anvendelse i denne perioden.

For børs som søker om tillatelse etter den nye loven, forutsettes at nødvendig tilpasning til lovens krav skjer i forbindelse med fremsettelse og behandling av slik søknad. For børs som ønsker å drive videre som selveiende institusjon, gjelder dette for eksempel bestemmelsene om nye foretaksorganer som kontrollkomite og generalforsamling, utarbeidelse av vedtekter, oppfyllelse av kapitalkrav, fastsettelse av retningslinjer for internkontroll, samt nødvendige regler og forretningsvilkår som omtalt i loven. Også for perioden frem til slik tillatelse er gitt, kan Kongen etter tredje ledd jf *første ledds annet punktum* om nødvendig gi nærmere regler om i hvilken grad virksomheten skal kunne drives etter reglene i børsloven av 1988 eller hvilke av bestemmelsene i den nye loven som skal gis anvendelse

Dersom eksisterende børs ønsker omdannelse til allmennaksjeselskap etter bestemmelsene i lovens kapittel 10, kan børsens beslutning om omdannelse treffes slik at dette behandles samtidig med konsesjonssøknaden, eller på et senere tidspunkt dersom det er ønskelig fra børsens side. Kongen vil i medhold av bestemmelsen kunne gi nærmere regler om disse forhold dersom det fremstår som nødvendig, jf også utkastets § 10-2 med hjemmel for nærmere regler om selve omdannelsesprosessen.

I forhold til fristen på ett år for fremsettelse av søknad om tillatelse etter den nye loven forutsettes for øvrig at selve tidspunktet for lovens ikrafttredelse fastsettes blant annet i lys av behovet for vedtagelse av nye forskrifter og nødvendige endringer i eksisterende regelverk etter den gjeldende børslov.

Dersom det ved lovens ikrafttredelse skulle finnes foretak som driver virksomhet som omfattes av konsesjonsplikten etter den nye loven, men som ikke har tillatelse etter børsloven av 1988, vil disse måtte søke tillatelse etter den nye loven ved dens ikrafttredelse eller stanse virksomheten. Om nødvendig

kan slike forhold reguleres nærmere i bestemmelser om ikrafttredelse og overgangsregler etter § 11-1 *første og tredje ledd.*

Til § 11-2 Endringer i andre lover

1. Lov av 7. desember 1956 nr 1 om tilsynet for kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper og verdipapirhandel m v (Kredittilsynet)

Til § 1 første ledd nr 9:

Endringsforslaget er omtalt i *"Reguleringsteknikk"* i kapittel 24.10.

2. Lov av 21. juni 1985 nr 78 om registrering av foretak.

Til § 4-4 bokstav g) tredje punktum og § 5-1 fjerde ledd første punktum:

Endringsforslagene er omtalt i *"Prospektkontroll ved offentlige tilbud"* i kapittel 20.4.7.1.

3. Lov av 19. juni 1997 nr 79 om verdipapirhandel.

Til §§ 2-1 sjette ledd og 2-2 første ledd og 2-6:

Se omtale av innsidehandel og kursmanipulering i *"Virksomhet og oppgaver"* i kapittel 22.7 og *"Innsidehandelsdirektivet"* i 22.2.2.

Til §§ 2-2 tredje ledd og 3-3 tredje ledd:

Endringsforslagene er omtalt i *"Flagging, meldeplikt, innsidehandel, handleforbud, kursmanipulasjon, god forretningsskikk m v"* i kapittel 20.4.7.3.

Til endringene i §§ 5-1, 5-2, 5-3, 5-5, 5-6,5-8 og 5-9:

Se omtale i *"Prospektkontroll ved offentlige tilbud"* i kapittel 20.4.7.1. Til endringene i § 5-2 første ledd, jf første punktum om registrering hos børsen som profesjonell investor, som ikke foreslås endret, bemerkes at det ikke antas hensiktsmessig å fastsette særskilt og egen registrering av profesjonelle investorer også hos Foretaksregisteret. Både markedsaktørene og Foretaksregisteret vil ha tilgang til og kan benytte det eller de registre som etter bestemmelsen finnes hos børsen.

Til departementets dispensasjonsadgang etter § 5-3 tredje ledd bemerkes at departementet forutsettes å kunne delegere kompetanse til henholdsvis børs eller Foretaksregisteret i enkeltsaker til helt eller delvis å frita fra prospektkravene i situasjoner som omhandlet i bestemmelsen.

Til § 12-1 tredje ledd:

Endringsforslaget er omtalt i *"Tilsyn og sanksjoner"* i kapittel 22.8.

Kapittel 28

Utkast til lov om børsvirksomhet m m (børsloven)

Del I innledende bestemmelser

"Utvalgets oppdrag og arbeid" ***i*** **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 virkeområde

Loven gjelder i Norge. Loven gjelder også på kontinentalsokkelen og på Svalbard, i den utstrekning ikke annet følger av Norges folkerettslige forpliktelser.

Loven gjelder også virksomhet som norsk børs eller autorisert markedsplass driver i utlandet gjennom filial eller ved grensekryssende virksomhet, med mindre annet er bestemt av Kongen.

§ 1-3 Børsvirksomhet og autorisert markedsplass

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. Kongen kan i tvilstilfeller avgjøre om en virksomhet skal anses som børsvirksomhet etter denne lov.

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, og som har konsesjon etter loven her.

§ 1-4 Forholdet til aksjelovgivningen og stiftelsesloven

For børs og autorisert markedsplass organisert som allmennaksjeselskap gjelder allmennaksjeloven, når annet ikke følger av bestemmelser i loven her.

For børs organisert som selveiende institusjon gjelder allmennaksjeloven, med unntak av *"Innledning og oversikt – behovet for et effektivt og velfungerende marked for verdipapirer i Norge"* i kapitlene 4, 9, 10, 11, 12 og 20, tilsvarende så langt den passer, når annet ikke følger av bestemmelse gitt i eller i medhold av lov.

For børs organisert som selveiende institusjon gjelder ikke lov av 23. mai 1980 nr 11 om stiftelser m m. Stiftelseslovens kapittel VI gjelder likevel for disponering av egenkapitalen etter avvikling av børs organisert som selveiende institusjon. Kongen kan gi nærmere regler om avvikling og disponering av egenkapitalen etter avvikling av slikt foretak.

"Sammendrag" *i* Kapittel 2 Konsesjon

§ 2-1 Konsesjon

Børsvirksomhet i Norge kan bare drives av foretak med tillatelse fra Kongen etter loven her.

Foretak som ikke har tillatelse til å drive børsvirksomhet 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 virksomheten er børs etter denne loven.

Kongen kan etter søknad gi tillatelse til foretak som driver virksomhet som autorisert markedsplass. Foretak som ikke har tillatelse som autorisert markedsplass etter denne lov 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 eller virksomheten har konsesjon som autorisert markedsplass etter denne loven.

Foretak med konsesjon som børs eller autorisert markedsplass kan betegne sin virksomhet som regulert marked.

§ 2-2 Vilkår for konsesjon som børs og autorisert markedsplass

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 her, og som for øvrig anses skikket til å sørge for at virksomheten foregår på en måte som er i tråd med lovens bestemmelser. Det kan settes vilkår for tillatelsen.

§ 2-3 Søknad om konsesjon

Søknad om konsesjon skal inneholde de opplysninger som anses av betydning for behandling av søknaden og som viser at de lovbestemte krav er oppfylt. Utkast til regler og forretningsvilkår i henhold til *"Samfunnsøkonomiske sider ved børsvirksomhet og verdipapirmarkedet"* i kapittel 5 eller *"Kapitalmarkedet i Norge"* i kapittel 6 skal vedlegges. Konsesjonsmyndigheten kan be om ytterligere opplysninger.

Vedtak om tillatelse skal meddeles søker snarest mulig og senest seks måneder etter at søknaden ble mottatt. Dersom søknaden ikke inneholder de opplysninger som er nødvendige for å avgjøre om tillatelse skal gis, regnes fristen fra det tidspunkt slike opplysninger ble mottatt.

§ 2-4 Endring og tilbakekall av konsesjon

Kongen kan helt eller delvis endre, herunder sette nye vilkår, eller tilbakekalle tillatelse til å drive virksomhet som børs eller autorisert markedsplass dersom:

1. 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,
2. konsesjonshaver har fått tillatelsen ved hjelp av uriktige opplysninger eller andre uregelmessigheter,
3. konsesjonshaver ikke lenger oppfyller de vilkår som kreves for tillatelsen, herunder kravene til ansvarlig kapital,

4. 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,
5. mislige forhold hos konsesjonshaver gir grunn til å frykte at en fortsettelse av virksomheten kan skade allmenne interesser, eller
6. konsesjonshaver ikke etterkommer pålegg gitt i medhold av § 8-4.

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.

§ 2-5 Sammenslåing og deling av børs m v

Vedtak om sammenslåing og deling av foretak som driver børsvirksomhet treffes av generalforsamlingen med flertall som for vedtektsendring. 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.

Vedtaket skal meddeles Kongen før vedtaket gjennomføres. Kongen kan innen tre måneder fra den dag melding er mottatt nekte slik sammenslåing, deling eller avhendelse som nevnt i første ledd, sette vilkår for gjennomføring av transaksjonen eller endre den konsesjon som foreligger, dersom det foretak som skal videreføre børsvirksomheten ikke oppfyller vilkårene for å videreføre den konsesjonspliktige virksomheten.

Annet foretak som skal videreføre konsesjonspliktig virksomhet må søke konsesjon etter reglene i dette kapittel.

§ 2-6 Virksomhet i utlandet

Børs som skal utøve virksomhet i utlandet ved etablering av datterselskap eller filial, skal ha tillatelse fra Kongen. Kongen kan sette vilkår for tillatelsen.

Del II Børs

"Historisk oversikt" i Kapittel 3 Foretaksform, organer m v

§ 3-1 Organisasjonsform

Foretak som driver børsvirksomhet skal være organisert som allmennaksjeselskap eller selveiende institusjon etter reglene i denne lov.

§ 3-2 Generalforsamling

Generalforsamlingen er børsens øverste myndighet. For børs som ikke er organisert som allmennaksjeselskap, kan det i vedtektene fastsettes annet navn enn generalforsamling.

Generalforsamling i børs som er selveiende institusjon skal bestå av minst 15 medlemmer. Slik generalforsamling skal sammensettes og medlemmene velges etter nærmere bestemmelser i vedtektene. Det skal legges vekt på at

de valgte medlemmer til sammen avspeiler børsens kundestruktur og andre interessegrupper samt børsens samfunnsfunksjon. Kongen kan i forskrift gi nærmere regler om valg av medlemmer og varamedlemmer til generalforsamlingen.

§ 3-3 Styre og ledelse

Børs skal ha et styre med minst fem medlemmer. Daglig leder kan ikke være medlem av styret.

Styremedlemmer, daglige leder og andre som faktisk deltar i ledelsen av børsen skal ha relevante kvalifikasjoner og yrkeserfaring og ha ført en hederlig vandel og for øvrig ikke ha gjort seg skyldig i straffbare forhold eller annen utilbørlig adferd som gir grunn til å anta at stillingen eller vervet ikke vil kunne ivaretas på forsvarlig måte.

§ 3-4 Endringer i ledelsen

Børs skal gi Kredittilsynet melding ved endring av styrets sammensetning, skifte av daglig leder eller andre personer 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 § 3-3 ikke oppfylles.

§ 3-5 Vedtekter

Børs skal ha vedtekter. Vedtektene skal uansett foretaksform inneholde opplysninger om foretakets organer, herunder valgordninger, sammensetning, myndighet og oppgaver. For børs organisert som selveiende institusjon skal vedtektene angi grunnkapitalens størrelse.

Kongen skal godkjenne vedtektene og kan gi nærmere regler om innhold og godkjenning. Vedtektsendringer skal godkjennes av Kongen med mindre annet er fastsatt i forskrift.

§ 3-6 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 foretakets 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.

§ 3-7 Internkontroll

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. Kredittilsynet kan gi nærmere bestemmelser om gjennomføringen av internkontroll.

Daglig leder skal sørge for at internkontroll etableres og gjennomføres i henhold til lov og forskrifter, samt styrets vedtatte retningslinjer og pålegg.

§ 3-8 Revisor og regnskap

Børs har regnskapsplikt og skal ha revisjon som for allmennaksjeselskap etter reglene i lov 17. juli 1998 nr 56 om årsregnskap m v § 1-5.

Revisor velges av generalforsamlingen. Kredittilsynet kan fastsette særlige regler om revisors arbeidsoppgaver i børs.

§ 3-9 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 børsens eller 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 for opplysninger som gjelder forvaltningssaker etter forvaltningsloven.

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.

Kongen kan i forskrift eller ved enkeltvedtak gjøre unntak fra taushetsplikten overfor annen børs, verdipapirsentral, oppgjørssentral og autorisert markedsplass.

§ 3-10 Habilitetsregler

Tillitsvalgte og ansatte ved børsen må ikke 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.

§ 3-11 Eie av finansielle instrumenter m m

Børs kan ikke eie finansielle instrumenter som er notert på vedkommende børs, eller rettigheter til slike, med unntak av obligasjoner og sertifikater utstedt av EØS-stat.

Børsens ansatte kan bare erverve eller avhende finansielle instrumenter, eller rettigheter til slike, i den utstrekning det følger av forskrift fastsatt av Kongen. Kongen kan i forskrift fastsette begrensninger i tillitsvalgtes adgang til å foreta slike transaksjoner. Kongen kan også fastsette forskrift om at ansatte og tillitsvalgte skal melde til børsen eller Kredittilsynet egne handler og handler foretatt av nærstående.

"Innledning og oversikt – behovet for et effektivt og velfungerende marked for verdipapirer i Norge" ***i*** **Kapittel 4 Eier- og kapitalforhold m v**

§ 4-1 Eierbegrensninger

Ingen kan eie aksjer som representerer mer enn 20 prosent av aksjekapitalen eller stemmene i et foretak med tillatelse til å drive børsvirksomhet. Likestilt med aksjeeie regnes erverv av rett til å bli eier av aksjer når dette må ansees som reelt erverv av aksjene.

Begrensningene i første ledd er ikke til hinder for at en børs 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. Første ledd gjelder tilsvarende for slike foretak.

Kongen kan etter søknad gi tillatelse til at eierandeler svarende til inntil 30 prosent av kapitalen eller stemmene i et børsforetak kan 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.

Kongen kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra første ledd, og kan sette vilkår for slikt vedtak.

Dersom en aksjeeier besitter aksjer i strid med denne bestemmelsen kan Kongen fastsette frist for når vedkommende aksjeeier skal bringe eierforholdet i overensstemmelse med lovens regler. Dersom fristen for salg overskrides, kan Kongen 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 det for den del av aksjene som overstiger tillatt nivå, ikke utøves andre rettigheter i selskapet enn retten til å heve utbytte for aksjene og til å utøve fortrinnsrett ved kapitalforhøyelse.

§ 4-2 Krav til aksjeeiere

Aksjeeier med betydelig eierandel i foretaket skal anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket.

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. Like med vedkommende aksjeeiers egne aksjer regnes i denne sammenheng aksjer som eies av aksjeeiere som nevnt i § 4-3 nedenfor.

Erverv av betydelig eierandel i foretak som driver børsvirksomhet kan bare gjennomføres etter at melding om dette på forhånd er sendt til Kredittilsynet.

Kredittilsynet skal innen tre måneder fra den dag melding som nevnt i tredje 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 børsens plikt til å gi melding om foretakets aksjeeiere som nevnt i denne paragraf.

4-3 Konsolidering

Like 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, mindreårige barn eller personer som aksjeeieren har felles husholdning med,
b) selskap hvor aksjeeieren har slik innflytelse som nevnt i allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd,
c) selskap innen samme konsern som aksjeeieren, og
d) noen som det må antas aksjeeieren har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som aksjonær.

Kongen avgjør i tvilstilfelle om aksjer som aksjeeieren ikke eier skal likestilles med egne aksjer etter reglene i første ledd.

§ 4-4 Finansielle instrumenter utstedt av børs – særlige regler for foretak i samme konsern som vedkommende børs

Børs kan ikke oppta til notering egne aksjer eller andre finansielle instrumenter utstedt av børsen, eller finansielle instrumenter knyttet til slike.

Kongen kan gi samtykke til at en børs opptar til notering finansielle instrumenter som er utstedt av et foretak som inngår i konsernforhold med vedkommende børs. 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.

Kongen kan gi nærmere regler om prosedyrer, beslutning og kontroll vedrørende slikt opptak, løpende notering og om hvordan tilsyn med utsteder og børsen skal gjennomføres.

§ 4-5 Kapitalkrav

Foretak som driver børsvirksomhet skal til enhver tid ha en ansvarlig kapital som er forsvarlig ut fra omfanget og risikoen ved foretakets virksomhet. Den ansvarlige kapitalen i foretaket kan ikke på noe tidspunkt være lavere enn et beløp i norske kroner tilsvarende 730.000 ECU.

Ved vurderingen av foretakets risiko skal det blant annet tas hensyn til virksomhetsrisiko, kontraktsrisiko, systemrisiko og annen særlig risiko som foretakets virksomhet er eksponert for.

Kongen kan gi nærmere regler om hva som skal regnes som foretakets ansvarlige kapital, samt om minstekrav til ansvarlig kapital.

§ 4-6 Likviditetskrav

En børs skal ha en beholdning av likvide midler, eller tilgang på slike, som ansees betryggende ut i fra foretakets virksomhet og situasjon. Kongen kan gi nærmere regler om beregning av likvide midler og om hva som kan ansees som betryggende beholdning.

"Samfunnsøkonomiske sider ved børsvirksomhet og verdipapirmarkedet" ***i*** **Kapittel 5 Virksomhetsregler**

§ 5-1 Generelle krav til virksomheten

Foretak med konsesjon etter § 2-1 skal drive børsvirksomhet. 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 kursnoteringen gjenspeiler de noterte instrumentenes markedsverdi.

Børs skal ha nødvendige systemer for gjennomføring av handel, kursnoteringer, gjennomsiktighet og informasjonsgivning, i forhold til den måten virksomheten er organisert på.

Til utfylling av denne lov med forskrifter skal børsen fastsette regler og forretningsvilkår som regulerer rettigheter og plikter for utsteder av børsnoterte finansielle instrumenter og børsmedlemmer, samt om kursnoteringen. Børsens regler og forretningsvilkår som omtalt i denne lov, og endringer i disse, skal innsendes til Kredittilsynet. Kredittilsynet kan kreve disse endret dersom de ikke oppfyller lov eller regler gitt i medhold av lov.

§ 5-2 Tilknyttet virksomhet

En børs kan i tillegg til børsvirksomhet bare drive annen virksomhet som har naturlig sammenheng med børsvirksomhet.

Kongen avgjør i tvilstilfelle om slik sammenheng foreligger.

Kredittilsynet kan pålegge børsen å drive den tilknyttede virksomheten i eget foretak.

§ 5-3 Kursnoteringene

Kursnoteringen foregår gjennom de kjøpstilbud, salgstilbud og avsluttede handler som finner sted på eller rapporteres til børsen, etter nærmere regler fastsatt av børsen.

Børsen skal offentliggjøre kursnoteringene på en måte som sikrer god gjennomsiktighet.

Børsen skal oppbevare registrerte og innrapporterte opplysninger i minst 10 år, og holde dem offentlig tilgjengelige.

Kongen kan fastsette nærmere regler om kursnoteringene, om børsmedlemmenes rapporteringsplikt og om børsens offentliggjøring av opplysninger registrert eller innrapportert etter denne paragraf.

§ 5-4 Deltagelse i kursnoteringene – medlemskap

Bare børsmedlemmer kan delta i den handel og kursnotering som organiseres av børsen.

En børs kan bare 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. 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 investeringsforetak med hovedkontor i annen EØS-stat adgang til å delta i handel og kursnotering på like vilkår som andre børsmedlemmer.

Kongen kan fastsette nærmere regler om vilkår for medlemskap og medlemmers forpliktelser.

Børsmedlem er uten hinder av taushetsplikt forpliktet til å gi børsen de opplysninger som er nødvendig for at børsen kan oppfylle sine plikter etter denne lov og annen lovgivning. Opplysningsplikten gjelder tilsvarende for tillitsvalgte og ansatte hos børsmedlem.

§ 5-5 Opphør av medlemskap

Hvis et børsmedlem ikke lenger tilfredsstiller vilkårene for medlemskap, kan børsen beslutte opphør av medlemskapet. Børsen 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. Børsen kan under de samme vilkår suspendere et børsmedlem.

Suspensjonen må ikke vare lenger enn påkrevet og ikke utover 21 dager. Børsen kan når særlige grunner tilsier det vedta ny suspensjon for et bestemt tidsrom utover 21 dager. Børsens vedtak om suspensjon av børsmedlem, unntatt vedtak om ny suspensjon, kan ikke påklages.

§ 5-6 Opptak til offisiell notering av finansielle instrumenter

Finansielle instrumenter kan 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 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 kan skje dersom det foreligger en betydelig handel med betryggende kursfastsettelse i den eller de underliggende instrumentene.

Utsteder som søker børsnotering av omsettelige verdipapirer skal i samsvar med regler etter 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 verdipapirer.

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 andre opplysninger.

§ 5-7 Utsteders opplysningsforpliktelser

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.

Utsteder av børsnoterte finansielle instrumenter skal periodevis innsende til børsen og offentliggjøre årsregnskap og regnskapsopplysninger etter nærmere regler fastsatt av Kongen.

Børsen kan kreve at utstedere av børsnoterte finansielle instrumenter uten hinder av taushetsplikt skal gi slike opplysninger som er nødvendig for at børsen skal oppfylle sine plikter etter denne lov og annen lovgivning. Opplysningsplikten gjelder tilsvarende for utsteders tillitsvalgte og ansatte.

§ 5-8 Strykning fra notering

Børsen 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 aksjeselskap kan søke børsen om at dets aksjer blir strøket fra kursnoteringene hvis generalforsamlingen i selskapet har besluttet dette med flertall som for vedtektsendringer.

§ 5-9 Suspensjon

Børsen kan suspendere et finansielt instrument fra notering og handel dersom særlige grunner tilsier det. Suspensjonen kan ikke vare lenger enn nødvendig, og uansett ikke utover 21 dager. Vedtak om suspensjon kan ikke påklages.

§ 5-10 Stengning og handelspause

Kongen kan i ekstraordinære situasjoner 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, kan Kredittilsynet eller børsen treffe slik avgjørelse.

Børsens 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.

§ 5-11 Markedsovervåkning

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.

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 første ledd. Opplysningene kan ikke benyttes til andre formål. For øvrig gjelder bestemmelsene i § 3-9.

Kongen kan gi utfyllende bestemmelser om utleveringsplikten 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 utleveringen.

§ 5-12 Overtredelsesgebyr

Ved brudd på denne lov eller forskrifter gitt i medhold av denne lov kan børsen etter nærmere regler gitt av Kongen vedta å pålegge utsteder av børsnoterte finansielt instrument å betale et overtredelsesgebyr til børsen. Også børsmedlemmer kan ilegges slikt overtredelsesgebyr. Kongen fastsetter overtredelsesgebyrenes øvre grense.

§ 5-13 Løpende mulkt

Børs kan pålegge et foretak eller en person som ikke oppfyller sin opplysningsplikt etter denne lovs § 5-4 femte ledd eller § 5-7, en daglig, løpende mulkt, inntil opplysningsplikten er oppfylt. Pålegg om mulkt er tvangsgrunnlag for utlegg. Kongen kan fastsette bestemmelser om mulktens størrelse, de nærmere vilkår for ileggelse av mulkt, hel eller delvis ettergivelse av ilagt mulkt med mere.

Del IV autoriserte markedsplasser

"Kapitalmarkedet i Norge" ***i*** **Kapittel 6 Særregler for autorisert markedsplass**

§ 6-1 Generelle krav til virksomheten

Foretak med konsesjon etter § 2-1 annet ledd skal drive virksomhet som autorisert markedsplass, jf § 1-3 annet ledd.

Foretak som driver virksomhet i henhold til konsesjon som autorisert markedsplass skal være organisert som allmennaksjeselskap.

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 aktuelle instrumentenes markedsverdi.

Markedsplassen skal ha nødvendige systemer for gjennomføring av handel, kursnoteringer, gjennomsiktighet og informasjonsgivning, i forhold til den måten virksomheten er organisert på.

Til utfylling av loven her med forskrifter skal markedsplassen 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.

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.

Kongen kan gi nærmere regler til utfylling av bestemmelsene i denne paragraf.

§ 6-2 Tilknyttet virksomhet, opptak til handel m m

En autorisert markedsplass kan i tillegg til virksomhet som markedsplass bare drive annen virksomhet som har naturlig sammenheng med denne virksomheten. Kongen avgjør i tvilstilfelle om slik sammenheng foreligger. Kredittilsynet kan pålegge den autoriserte markedsplassen å drive den tilknyttede virksomheten i eget foretak.

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 gjelder tilsvarende for prospekt som skal utarbeides ved opptak av finansielle instrumenter til handel på autorisert markedsplass. Kon-

gen kan ved forskrift fastsette tillegg eller unntak fra de nevnte regler i eller i medhold av verdipapirhandelloven.

Autoriserte markedsplasser kan oppta børsnoterte finansielle instrumenter til handel. Markedsplassen skal rapportere gjennomførte transaksjoner i slike finansielle instrumenter til vedkommende børs etter nærmere regler fastsatt av Kongen.

§ 6-3 Øvrige bestemmelsers anvendelse for autoriserte markedsplasser

Følgende regler for børsvirksomhet i denne lov kommer tilsvarende til anvendelse for regulerte markedsplasser:

- § 3-3 om styre og ledelse
- § 3-4 om endring i ledelsen
- § 3-7 om internkontroll
- § 3-9 om taushetsplikt
- § 3-10 om habilitet
- § 3-11 om eie av finansielle instrumenter
- § 4-2 om krav til aksjeeiere
- § 4-4 om finansielle instrumenter utstedt av børs – særlige regler for foretak i samme konsern som vedkommende børs
- § 4-5 om kapitalkrav
- § 4-6 om likviditetskrav
- § 5-3 annet til fjerde ledd om kursnoteringene
- § 5-7 første og annet ledd om utsteders opplysningsforpliktelser
- § 5-11 første ledd om markedsovervåkning
- § 5-12 om overtredelsesgebyr
- § 5-13 om løpende mulkt

Kongen kan fastsette nærmere regler for organiseringen av autoriserte markedsplassers virksomhet til utfylling og avgrensning av bestemmelsene i loven her, og om slike markedsplassers overvåkning av markedet. Videre kan fastsettes om og i hvilken utstrekning § 5-11 annet og tredje ledd skal gis tilsvarende anvendelse for autoriserte markedsplasser.

Del IV Fellesbestemmelser

"Nåværende verdipapirmarkedsstruktur i Norge" *i* Kapittel 7 Klagenemnd og søksmålsadgang

§ 7-1 Oppnevning og kompetanse m v

Kongen kan oppnevne en egen klagenemnd for å avgjøre klager på vedtak fattet av børs eller autorisert markedsplass. Klagenemnden skal ha juridisk kompetanse.

I tvister mellom private parter som har tilknytning til de børsnoterte selskaper eller børsomsetningen eller tilsvarende for en autorisert markedsplass, kan partene avtale at klagenemnden skal opptre som voldgiftsnemnd etter nærmere regler fastsatt i forskrift.

Kongen kan fastsette klageregler som utfyller eller avviker fra bestemmelsene i forvaltningsloven.

§ 7-2 Dekning av klagenemndens utgifter

Klagenemndens utgifter dekkes av børser og autoriserte markedsplasser etter fordeling fastsatt av klagenemnden. Kongen fastsetter medlemmenes godtgjørelse.

Det kan kreves gebyr for behandling av klage som angitt i § 7-1 første ledd. Nærmere regler om når gebyr skal kreves, om gebyrenes størrelse og om innkrevingen, fastsettes av Kongen i forskrift.

Kongen kan fastsette forskrift 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 § 7-1 første ledd 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 markedsplass reises mot vedkommende foretak. Staten kan på ethvert trinn tre inn i saken som hjelpeintervenient og kan etter avtale med børsen eller den autoriserte markedsplassen overta saken.

"Nåværende organisering av børsen og børsens relasjoner" ***i*** **Kapittel 8 Tilsyn**

§ 8-1 Tilsynsmyndighet

Kredittilsynet forestår tilsyn med børser og autoriserte markedsplasser.

Når en institusjon som nevnt i første ledd er en del av et konsern, skal det føres tilsyn etter denne lov også med andre selskaper i konsernet. Når tilsynsmessige hensyn tilsier det, gjelder dette også den del av virksomheten til selskapene i konsernet som ikke ellers omfattes av denne lov.

§ 8-2 Opplysningsplikt

Børser, autoriserte markedsplasser og selskap i samme konsern til slike, plikter som ledd i tilsyn etter § 8-1 å gi Kredittilsynet de opplysninger som måtte bli krevet om forhold som angår foretakets virksomhet. Foretaket plikter å fremvise og i tilfelle utlevere til kontroll dokumentasjon som angår virksomheten.

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, skal foretaket straks gi melding til Kredittilsynet om dette.

Et 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 nødvendige for å avgjøre om det har skjedd overtredelse av bestemmelser gitt i eller i medhold av denne lov vedrørende finansielle instrumenter som er utstedt av foretaket. Tilsvarende gjelder foretak og privatperson vedrørende vedkommendes medlemskap eller deltagelse i handel på børs eller autorisert markedsplass.

§ 8-3 Kredittilsynets taushetsplikt

Kredittilsynet har taushetsplikt etter lov av 7. desember 1956 nr 1 om tilsynet for kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper og verdipapirhandel m v (Kredittilsynet) § 7 første ledd.

Gir kontrollen 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 underrette vedkommende om forholdet.

§ 8-4 Pålegg m v

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 § 3-3 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 § 4-2 tredje ledd, eller erverver aksjer i strid med Kredittilsynets vedtak etter § 4-2 fjerde ledd, kan Kredittilsynet gi pålegg om at stemmerettighetene knyttet til aksjene ikke kan utøves.

"Nærmere om børsens oppgaver og virksomhet" ***i*** **Kapittel 9 Sanksjoner**

§ 9-1 Straff

Med bøter straffes den som forsettlig eller uaktsomt

1. driver børsvirksomhet uten tillatelse etter § 2-1 første ledd,
2. benytter betegnelsen børs i strid med § 2-1 første ledd, eller benytter betegnelsen autorisert markedsplass i strid med § 2-1 annet ledd.

Den som forsettlig eller uaktsomt tilsidesetter sin opplysningsplikt etter § 5-4 femte ledd, § 5-7 første eller tredje ledd, straffes med bøter eller fengsel inntil 1 år eller begge deler. Foreligger det særlig skjerpende omstendigheter kan fengsel inntil 3 år anvendes.

Tillitsvalgte eller ansatte ved børs eller autorisert markedsplass som forsettlig eller uaktsomt overtrer denne lov eller bestemmelser gitt i medhold av loven, straffes med bøter eller under særlig skjerpende omstendigheter med fengsel inntil 1 år eller begge deler hvis ikke handlingen går inn under noen strengere straffebestemmelse.

Medvirkning til overtredelse av første til tredje ledd straffes på samme måte.

"Nærmere om børsens forretningsmessige drift og administrasjon" ***i*** **Kapittel 10 Omdannelse til allmennaksjeselskap**

§ 10-1 Omdannelse

Børs organisert som selveiende institusjon i henhold til lov av 17. juni 1988 nr 57 eller loven her kan omdannes til allmennaksjeselskap etter reglene i dette kapittel.

§10-2 Godkjennelse av omdannelse

Vedtak om omdannelse må godkjennes av Kongen. Kongen kan fastsette nærmere regler om omdannelse.

§ 10-3 Vedtak om omdannelse

Beslutning om omdannelse treffes av børsrådet, eller generalforsamlingen for selveiende institusjoner etter denne lov, med 2/3 flertall. Vedtaket skal inneholde en plan for omdannelse og blant annet fastlegge nærmere bestemmelser om fordeling av aksjer, om fastsettelsen av salgskurs og om midlertidige begrensninger i disse aksjenes omsettelighet. Utkast til vedtekter for børsstiftelsen, jf § 10-6, skal forelegges børsrådet eller generalforsamlingen.

§ 10-4 Gjennomføring av omdannelse

Omdannelsen skjer ved at foretakets eiendeler og forpliktelser i sin helhet overføres til et nystiftet allmennaksjeselskap. Aksjene i det nystiftede selskapet skal selges til børsens brukere. Kongen kan likevel godkjenne eller pålegge salg også til andre dersom særlig grunner tilsier det. I forbindelse med omdannelsen skal det opprettes en børsstiftelse som skal forvalte den formue som oppstår ved salg av aksjene, og den selveiende institusjon skal avvikles.

§ 10-5 Virkning av omdannelse

Tillatelse til å drive børs etter denne lov overføres til det nystiftede allmennaksjeselskapet. For børs med tillatelse etter børsloven av 1988 skal søknad om tillatelse etter kapittel 3 i loven her fremmes senest samtidig med vedtaket om omdannelse.

Børsens forpliktelser overføres til allmennaksjeselskapet. Kreditorer etter de overførte forpliktelser kan ikke kreve utløsning på grunn av omdannelsen eller motsette seg omdannelsesvedtaket.

§ 10-6 Børsstiftelse

Stiftelsens formål skal være fremme av et velfungerende norsk marked for finansielle instrumenter.

Børsstiftelsens styre velges av et råd. Rådet skal være allsidig sammensatt og ha representanter for ulike offentlige institusjoner og private organisasjoner som har særlig interesse i børsstiftelsens formål.

Stiftelsens vedtekter skal godkjennes av Kongen. Vedtektene skal blant annet angi stiftelsens grunnkapital, hvordan stiftelsens organer dannes og suppleres og hvilken myndighet og oppgaver organene skal ha. Lov av 23 mai 1980 nr 11 om stiftelser gjelder for børsstiftelsen så langt den passer.

"Andre institusjoner i markedet for verdipapirer og varederivater i Norge" ***i*** **Kapittel 11 Ikrafttredelses- og overgangsbestemmelser – endringer i andre lover**

§ 11-1 Ikrafttredelses- og overgangsbestemmelser

Denne lov trer i kraft og lov av 17. juni 1988 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 om verdipapirbørs (børsloven) gis en frist på inntil to år fra lovens ikrafttredelse til å avvikle sin virksomhet. Eventuell søknad om tillatelse til børsvirksomhet etter loven her *"Historisk oversikt"* i kapittel 3 må fremmes innen ett år fra lovens ikrafttredelse.

Kongen kan gi nærmere overgangsregler. Kongen kan gi bestemmelser om avvikling av eksisterende børser.

§ 11-2 Endringer i andre lover

Fra den tid loven trer i kraft gjøres følgende endringer i andre lover:

1. I lov av 7. desember 1956 nr 1 om tilsynet for kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper og verdipapirhandel m v (Kredittilsynet) gjøres følgende endringer:

§ 1 første ledd nr 9 skal lyde:

9. Børser og autoriserte markedsplasser.

2. I lov av 21. juni 1985 nr 78 om registrering av foretak gjøres følgende endringer:

§ 4-4 bokstav g) tredje punktum skal lyde:

a) Er tegningsinnbydelse nødvendig, skal tegningsinnbydelsen, tegningsblanketten og alt annet tegningsmateriale vedlegges, og de meldepliktige skal bekrefte at alt tegningsmaterialet er innsendt til børsen i samsvar med verdipapirhandelloven § 5-7 *eller er vedlagt for registrering i samsvar med § 5-8*. Disse reglene kommer tilsvarende til anvendelse på grunnfondsbevis og andel i kommanditselskap.

§ 5-1 fjerde ledd første punktum skal lyde:

Når grunnlaget for det som innkommer til registrering er tegning av aksje, grunnfondsbevis eller andel i kommanditselskap, skal registerføreren prøve om tegningsinnbydelse var nødvendig og i tilfelle om tegningsmaterialet er innsendt til børsen for kontroll som nevnt i verdipapirhandelloven § 5-7 og *eller til foretaksregisteret for registrering som nevnt i* § 5-8.

3. I lov av 19. juni 1997 nr 79 om verdipapirhandel gjøres følgende endringer:

§ 2-1 nytt sjette ledd skal lyde:

Første, fjerde og femte ledd kommer tilsvarende til anvendelse for finansielle instrumenter opptatt til handel på norsk autorisert markedsplass.

§ 2-2 første ledd skal lyde:

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, *som vedrører finansielle instrumenter som er eller søkes notert på norsk børs eller er opptatt til handel på norsk autorisert markedsplass,* må ikke gi slike opplysninger til uvedkommende.

§ 2-2 tredje ledd annet punktum skal lyde:

Dersom de aktuelle opplysningene skal oversendes *børs* etter børsloven *§ 5-7 første ledd*, skal listen vedlegges oversendelsen *samt oversendes Kredittilsynet*.

§ 2-3 tredje ledd skal lyde:

Kredittilsynet *kan i særlige tilfelle gjøre unntak fra denne bestemmelse*.

§ 2-6 første ledd skal lyde:

Ingen må søke uredelig å påvirke kursen på et finansielt instrument som er notert på norsk børs *eller er opptatt til handel på norsk autorisert markedsplass*.

§ 5-1 første ledd tredje punktum skal lyde:

Børsen, *eller Foretaksregisteret etter § 5-8,* avgjør i tvilstilfelle om flere adskilte tilbud skal anses som ett tilbud.

§ 5-2 første ledd annet punktum skal lyde:

Departementet kan fastsette krav til omfanget av investeringsvirksomheten, herunder kapitalforhold, som vilkår for slik registrering.

§ 5-3 annet og tredje ledd skal lyde:

Ved tilbud som tar sikte på å skaffe til veie midler til ideelle formål, kan børsen, *eller Foretaksregisteret etter § 5-8,* gjøre unntak fra reglene i dette kapittel. *Departementet* kan i enkeltvedtak eller forskrift 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.

§ 5-5 annet ledd annet punktum skal lyde:

Tillegget skal sendes børsen *eller Foretaksregisteret* i samsvar med *henholdsvis* §§ 5-7 og 5-8 og offentliggjøres uten ugrunnet opphold i samsvar med § 5-11.

§ 5-5 tredje ledd skal lyde:

Børsen, *eller Foretaksregisteret etter § 5-8,* kan kreve at prospekt utarbeides på norsk.

§ 5-6 innledningen skal lyde:

Børsen, *eller Foretaksregisteret etter § 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:

Børsen *og Foretaksregisteret* kan kreve gebyr av tilbyder til dekning av utgifter ved *henholdsvis* kontroll som nevnt i § 5-7 og registrering som nevnt i § 5-8.

§ 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 forretningsskikk eller for øvrig handlet i strid med bestemmelsene i denne lov, skal dette meddeles Kredittilsynet.

Vedlegg 1

Lov av 17. juni 1988 nr 57 om verdipapirbørs (børsloven)

"Utvalgets oppdrag og arbeid" ***i*** **Kap. 1. Alminnelige bestemmelser**

§ 1-1 (1) Med børs forstås i denne lov en selveiende institusjon som skal-forestå regelmessig og offentlig kursnotering i forbindelse med omsetning av finansielle instrumenter.

§ 1-2 (1) Ingen kan opprette børs uten tillatelse fra Kongen.

(2) Bare de institusjoner som er opprettet med hjemmel i denne lov har rett til å benytte betegnelsen børs med eller uten tillegg i sitt navn eller ved omtale av sin virksomhet.

§ 1-3 En børs kan bare drive slik virksomhet som angitt i § 1-1 og virksomhet som naturlig henger sammen med dette. 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.

§ 1-4 Kongen kan ved forskrift gjøre unntak fra lovens kapittel 2 formindre børser som noterer regionale verdipapirer.

§ 1-5 (1) Børsen skal medvirke i myndighetenes tilsyn med verdipapirhandelen.

(2) Børsen skal gi informasjon vedrørende børsens virksomhet, verdipapirhandel i sin alminnelighet og vedrørende foretak hvis verdipapirer er børsnotert.

§ 1-6 Kongen fastsetter børsforskriftene. Børsrådet kan på eget initiativ fremme forslag til forskrifter og skal ha rett til å uttale seg om endringer i forskriftene.

"Sammendrag" ***i*** **Kap. 2. Børsens ledelse**

§ 2-1 (1) Kongen oppnevner et børsråd med fra 20 til 25 medlemmer medpersonlige varamedlemmer. Blant medlemmene utpeker Kongen leder og nestleder.

(2) Ved behandlingen av administrative saker suppleres børsrådet med to medlemmer valgt av og blant de ansatte ved børsen. Valgordningen for de ansatte fastsettes ved avtale mellom børsens ledelse og de ansatte. I mangel av avtale fastsettes valgordningen av børsrådet.

(3) Medlemmene med personlige varamedlemmer oppnevnes for en periode på fire år. Når særlige forhold foreligger, har et medlem rett til å tre tilbake før oppnevningstiden er ute. I så fall trer vedkommendes varamedlem inn for den resterende periode. Hvis vedkommende ikke har varamedlem skal det oppnevnes nytt medlem.

(4) Børsrådet skal være allsidig sammensatt og ha representanter for ulike offentlige institusjoner og private organisasjoner som har særlig interesse av børsens virksomhet. Medlem av børsstyret kan ikke være medlem av børsrådet. Kongen gir nærmere regler om oppnevnelse av børsrådets medlemmer og fastsetter deres godtgjørelse.

§ 2-2 (1) Børsrådet skal:

a) velge børsens styre med fra fem til syv medlemmer samt eventuelle

varamedlemmer slik at summen av medlemmer og varamedlemmer utgjør syv, og fastsette medlemmenes godtgjørelse,
b) føre tilsyn med børsstyrets og børsdirektørens forvaltning av børsen,
c) fastsette børsens årsregnskap og etter forslag fra børsstyret vedta børsens budsjett. Budsjettet og regnskapet skal meddeles departementet,
d) behandle de saker som børsstyret eller børsdirektøren legger frem for børsrådet,
e) behandle saker som etter denne lov eller børsforskriftene hører under børsrådet,
f) velge statsautorisert revisor for børsen og fastsette godtgjørelse for revisor, og
g) avgjøre hva som er administrative saker etter § 2-1 annet ledd og § 2-5 annet ledd.

(2) Ethvert medlem av børsrådet kan på møte i børsrådet kreve opplysninger om børsens virksomhet. Børsrådet kan selv eller ved utvalg iverksette undersøkelser.

§ 2-3 (1) Børsrådets leder skal innkalle til møte så ofte som nødvendig og dessuten når børsstyret, minst en sjettedel av medlemmene av børsrådet eller departementet krever det. Innkallelse skal skje med minst tre ukers varsel. Dersom særlige grunner gjør det nødvendig, kan børsrådet innkalles med kortere varsel.

(2) Medlemmene av børsstyret og børsdirektøren har rett til å være tilstede og til å uttale seg på børsrådets møter, hvis ikke børsrådet for det enkelte tilfelle bestemmer noe annet. Børsstyrets leder og børsdirektøren har plikt til å være tilstede med mindre det foreligger gyldig forfall. Hvis lederen eller nestlederen ikke kan møte, utpeker børsstyret stedfortreder.

(3) Møtet ledes av børsrådets leder. Er lederen eller nestlederen ikke til stede, velger børsrådet en særskilt møteleder. Ved børsrådsmøter føres protokoll som undertegnes av møteleder og to medlemmer som velges på møtet.

§ 2-4 Børsrådet er vedtaksført når minst halvparten av medlemmene er tilstede. Som børsrådets beslutning gjelder det som et flertall av de møtende har stemt for. Ved stemmelikhet gjør møtelederens stemme utslaget. For at en beslutning skal være gyldig, må minst et tredel av samtlige medlemmer ha stemt for den.

§ 2-5 (1) Blant medlemmene velger børsrådet styrets leder og nestleder.

(2) Ved behandling av administrative saker skal børsstyret suppleres med et medlem og et fast møtende varamedlem valgt av og blant de ansatte ved børsen. Valgordningen for de ansatte fastsettes ved avtale mellom børsens ledelse og de ansatte. I mangel av avtale fastsettes valgordningen av børsrådet.

(3) Bestemmelsene i § 2-1 tredje ledd gjelder tilsvarende for børsstyrets medlemmer og varamedlemmer.

§ 2-6 (1) Børsstyrets leder skal innkalle til møte så ofte som nødvendig, og dessuten når det forlanges av minst to medlemmer eller av børsdirektøren.

(2) Møtet ledes av børsstyrets leder. Er lederen eller nestlederen ikke til stede velger børsstyret en særskilt møteleder.

(3) Børsstyret er vedtaksført når minst halvparten av samtlige medlemmer er til stede. Som børsstyrets beslutning gjelder det som et flertall av de møtende har stemt for. Ved stemmelikhet gjør møtelederens stemme utslaget. For at en beslutning skal være gyldig, må mer enn en tredel av samtlige medlemmer ha stemt for den.

(4) For møtene føres protokoll som undertegnes av samtlige tilstedeværende medlemmer. Børsdirektøren eller styremedlem som ikke er enig i styrets beslutning, kan kreve sin oppfatning ført inn i protokollen.

§ 2-7 (1) Børsstyret forestår forvaltningen av børsens anliggender. Styret skal sørge for en tilfredsstillende organisering og drift av børsens virksomhet og skal påse at regnskap og formuesforvaltning er gjenstand for betryggende kontroll. Børsstyret representerer børsen utad.

(2) – – –

§ 2-8 (1) Børsen skal ha en børsdirektør. Børsstyret ansetter børsdirektør og stedfortredende børsdirektør og fastsetter deres godtgjørelse. Børsdirektør og stedfortredende børsdirektør ansettes for en periode av seks år.

(2) Børsdirektøren har den daglige ledelse av børsen. Den daglige ledelse omfatter ikke saker som er av uvanlig art eller stor betydning. Slike saker kan børsdirektøren bare avgjøre dersom børsstyret i det enkelte tilfelle har gitt ham myndighet til det, eller dersom børsstyrets beslutning ikke kan avventes uten vesentlig ulempe for børsens virksomhet. Børsstyret skal i så fall snarest mulig underrettes om saken. Børsdirektøren representerer børsen utad i saker som hører under den daglige ledelse.

(3) Børsdirektøren skal sørge for at børsrådets og børsstyrets beslutninger blir utført. Børsdirektøren plikter å rette seg etter børsstyrets retningslinjer og pålegg når det gjelder den daglige ledelse.

§ 2-9 Medlem av børsrådet eller børsstyret og børsdirektøren må ikke delta i behandlingen eller avgjørelsen av noe spørsmål som har slik særlig betydning for ham selv eller nærstående at han må ansees 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.

§ 2-10 Medlem av børsrådet eller børsstyret kan ikke inneha dette tillitsverv i et sammenhengende tidsrom lenger enn 8 år, eller i et lenger samlet tidsrom enn 12 år.

§ 2-11 (1) Tillits- og tjenestemenn og revisor ved børsen plikter å hindre at noen får adgang eller kjennskap til det som de i stillings medfør får vite om børsens eller andres forretningsmessige eller noens 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.

(2) Taushetsplikten gjelder også etter at vedkommende har sluttet tjenesten eller arbeidet.

(3) Taushetsplikt etter første og annet ledd i denne bestemmelse er ikke til hinder for at opplysninger gis tilsynsmyndighetene.

"Historisk oversikt" *i* Kap. 3. Børsmedlemmer og børsrepresentanter

§ 3-1 (1) Verdipapirforetak som i henhold til verdipapirhandelloven kan yte investeringstjenester i Norge, kan etter søknad bli medlem av børsen. Søknaden avgjøres av børsstyret.

(2) Børsmedlem må delta regelmessig i kursnoteringene ved børsrepresentant. Børsstyret kan gjøre unntak fra kravet om regelmessig deltagelse i kursnoteringene.

(3) Norges Bank har rett til å delta med egne representanter i kursnoteringene av stats- og statsgaranterte obligasjoner og andre lett omsettelige gjeldsdokumenter. Børsstyret kan bestemme det høyeste antall representanter Norges Bank kan ha, og skal meddeles hvem Norges Banks representanter er. Reglene om børsmedlemmer og om børsrepresentanter gjelder ikke for Norges Bank og Norges Banks representanter.

§ 3-2 (1) Hvis et børsmedlem ikke lenger tilfredsstiller vilkårene i verdipapirhandelloven § 7-2 opphører medlemskapet.

(2) 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. Børsstyret kan under de samme vilkår suspendere et børsmedlem eller gi en advarsel. Slike vedtak må ha tilslutning fra minst to tredeler av styrets medlemmer.

(3) Suspensjonen må ikke vare lenger enn påkrevet og ikke utover 21 dager. Børsstyret kan 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.

§ 3-3 (1) Et børsmedlem kan ha en eller flere børsrepresentanter. Børsstyret kan bestemme et høyeste antall representanter for hvert børsmedlem. En børsrepresentant skal godkjennes av børsstyret. Det er et vilkår for godkjennelse at børsrepresentanten er ansatt hos børsmedlemmet og er skikket til å møte på børsen. Kongen kan fastsette regler i børsforskriftene om nærmere krav til faglige kvalifikasjoner.

(2) Godkjennelse av en børsrepresentant kan tilbakekalles av børsstyret etter de samme regler som gjelder for vedtak om opphør av børsmedlemskap etter denne lovs § 3-2 annet ledd. Godkjennelse kan suspenderes for en begrenset tid og børsrepresentant gis advarsel etter de samme regler.

(3) Suspensjonen må ikke vare lenger enn påkrevet og ikke utover 21 dager. Børsstyret kan når særlige grunner tilsier det vedta ny suspensjon for et bestemt tidsrom utover 21 dager. Børsstyrets vedtak om suspensjon av godkjennelse og advarsel til børsrepresentant, unntatt vedtak om ny suspensjon, kan ikke påklages.

§ 3-4 Tilsynsmyndighetene kan uten hinder av taushetsplikt gi opplysninger av betydning for børsstyrets vedtak etter dette kapittel.

§ 3-5 I børsforskriftene kan det bestemmes at andre enn fondsmeglere kan delta på børsen, herunder i hvilken utstrekning reglene i dette kapittel får anvendelse på slik deltakelse.

"Innledning og oversikt – behovet for et effektivt og velfungerende marked for verdipapirer i Norge" ***i* Kap. 4. Kursnoteringene m.m.**

§ 4-1 Deltakelse i kursnotering og handel med finansielle instrumenter på børsen kan bare skje gjennom børsmedlem ved godkjent børsrepresentant. Børsstyret kan bestemme at også andre kan delta i kursnoteringene for særlige typer finansielle instrumenter og kan gi nærmere regler om hvilke krav som skal stilles til deltakerne. Børsstyrets vedtak kan ikke påklages.

§ 4-2 Børsstyret 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 utstederen.

§ 4-3 (1) Opptak til børsnotering kan skje dersom de finansielle instrumentene antas å ha allmenn interesse og kan forventes å bli gjenstand for regelm-

essig 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.

(2) Hvis et aksjeselskap har flere aksjeklasser, må søknad om opptak til børsnotering gjelde alle aksjeklasser, og hver enkelt aksjeklasse må tilfredsstille vilkårene for opptak. Børsstyret kan i særlige tilfelle gjøre unntak fra bestemmelsen foran.

(3) De nærmere regler om opptak til børsnotering fastsettes i børsforskriftene.

(4) – – –

§ 4-4 (1) Ved forhøyelse av aksjekapitalen i et børsnotert aksjeselskapskal den nye aksjekapitalen tas opp til børsnotering når det fra selskapet foreligger skriftlig bekreftelse om at den nye kapitalen er registrert fullt innbetalt i foretaksregisteret og de nye aksjene er registrert i Verdipapirsentralen.

(2) Det kan gis nærmere regler i børsforskriftene om hvilke opplysninger selskapet plikter å gi i forbindelse med kapitalforhøyelsen og i hvilken form disse opplysningene skal gis.

§ 4-5 (1) Kursen på et finansielt instrument skal gi uttrykk for den aktuelle markedsverdi.

(2) Børsstyret skal sørge for at kursnoteringene skjer i overensstemmelse med lov og kravene til god forretningsskikk.

§ 4-6 (1) Kursnoteringene skal skje etter utfyllende regler fastsatt av børsstyret. Kursnoteringene ledes og kontrolleres av børsdirektøren eller den han bemyndiger. Børsdirektøren avgjør med bindende virkning alle tvister som oppstår under noteringen og kan beslutte at kursfastsettelsen som ikke fyller vilkårene etter § 4-5 første ledd ikke skal godtas. Avgjørelsen kan ikke påklages.

(2) Kurser og omsetningsvolum skal registreres og offentliggjøres. Registreringene skal oppbevares i minst 10 år og skal være offentlig tilgjengelige. De nærmere regler for gjennomføring og offentliggjøring av kursnoteringene og for oppbevaring av registreringene fastsettes i børsforskriftene.

§ 4-7 Foretak hvis verdipapirer er notert på børsen, har plikt til å gi børsen opplysninger av betydning for en riktig vurdering av verdipapirene. I spesielle tilfelle og når særlige grunner taler for det kan det bestemmes at opplysningene bare gis til børsstyrets leder, børsdirektøren eller børsdirektørens stedfortreder. De nærmere regler om hvilke opplysninger som skal gis og om offentliggjøring av disse fastsettes i børsforskriftene.

§ 4-8 Børsen kan kreve at foretak hvis verdipapirer er notert på børsen og verdipapirforetak, uten hinder av taushetsplikt, skal gi slike opplysninger som er nødvendig for at børsen kan oppfylle sine plikter etter denne lov og annen lovgivning. Opplysningsplikten gjelder tilsvarende for ansatte.

§ 4-9 (1) Styret i et børsnotert aksjeselskap som befinner seg i en overtagelsessituasjon, kan ikke foreta en rettet emisjon til en eller flerebestemt angitte personer eller foretak på grunnlag av en fullmakt fra generalforsamlingen etter reglene i aksjeloven § 4-8, medmindre 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.

(2) – – –

§ 4-10 (1) 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 forøvrig tilsier det. Minst to tredeler av samtlige styremedlemmer må stemme for et vedtak om strykning for at det skal være gyldig. (2) Et børsnotert aksjeselskap kan søke børsstyret om at dets aksjer blir strøket fra kursnoteringene hvis generalforsamlingen i selskapet har besluttet dette med flertall som for vedtektsendringer jfr. aksjeloven § 9-14 første ledd. Børsstyret treffer vedtak etter de vanlige stemmeregler i denne lovs § 2-6.

(3) Børsstyrets vedtak om strykning skal straks offentliggjøres.

(4) Nærmere regler om strykning av finansielle instrumenter fra kursnoteringene kan fastsettes i børsforskriften.

§ 4-11 (1) 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 avventes 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.

(2) Suspensjonen må ikke vare lenger enn påkrevet og ikke i noe tilfelle utover 21 dager. Børsstyrets vedtak om suspensjon kan ikke påklages.

(3) Det kan fastsettes nærmere regler i børsforskriftene om suspensjon.

§ 4-12 Kongen kan i ekstraordinære situasjoner 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.

"Samfunnsøkonomiske sider ved børsvirksomhet og verdipapirmarkedet" ***i*** **Kap. 5. Børsens økonomi, regnskap og revisjon, tilsyn m.m.**

§ 5-1 Til dekning av utgifter til en forsvarlig drift av børsen kan det kreves avgifter av foretak hvis verdipapirer er notert på børsen og av børsmedlemmer. Avgift kan også kreves av verdipapirforetak som ikke er børsmedlem. Avgiftene skal så langt det er mulig fordeles i forhold til kostnadene børsen har for de enkelte brukergrupper. Nærmere regler om avgiftene og om fordeling og innkreving av avgiftene kan fastsettes i børsforskriftene.

§ 5-2 Børsen skal føre regnskap og avlegge årsregnskap i samsvar medbestemmelsene for fullt regnskapspliktige i regnskapsloven og avgiårsberetning i samsvar med bestemmelsene i regnskapsloven § 21a annet ogtredje ledd.

§ 5-3 Børsens regnskap skal revideres av den valgte revisor (§ 2-2 f). Revisjonen skal gjennomføres i samsvar med bestemmelsene i lov av 14. mars 1964 nr. 2 om revisjon og revisorer og forskrifter i medhold av denne, så langt de passer.

§ 5-4 (1) Børsen skal sende årsregnskap og årsberetning til departementet. Børsen skal gi departementet supplerende opplysninger dersom dette kreves.

(2) Departementet kan gi pålegg til børsen når det har grunn til å tro at det ved børsen foreligger forhold som strider mot lov eller forskrifter.

(3) Dersom børsdirektøren, børsstyret eller børsrådet har grunn til å anta at det er handlet i strid med denne lov eller verdipapirhandelloven, skal dette meldes til tilsynsmyndighetene.

§ 5-5 (1) Børsen kan ikke eie aksjer eller konvertible obligasjoner. Det samme 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 forbudet i første og annet punktum når dette anses ubetenkelig. Børsrådet avgjør i tvilstilfelle om et aksjeeie er tillatt etter forskrifter departementet har fastsatt. Slike avgjørelser kan ikke påklages. Personer som ikke kan eie aksjer eller konvertible obligasjoner på grunn av sin tilknytning til børsen skal omgående gi melding til børsen og Kredittilsynet om salg og erverv av aksjer og konvertible obligasjoner som gjelder deres ektefelle eller mindreårige barn eller et selskap hvor de har slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-2.

(2) 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 mindreårige barn eller et selskap hvor de har slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-2.

(3) Medlemmer av børsråd og børsstyre skal opplyse om sine tillitsverv i børsnoterte aksjeselskaper.

(4) Melding gitt etter bestemmelsene i foregående ledd skal føres inn i en protokoll som regelmessig forelegges børsrådets leder og departementet. Protokollen skal legges frem i styremøtene og i børsrådets møter.

"Kapitalmarkedet i Norge" ***i*** **Kap. 6. Straffebestemmelser m.m.**

§ 6-1 (1) Med bøter straffes den som forsettlig eller uaktsomt oppretter børs uten tillatelse etter § 1-2 første ledd,

benytter betegnelsen børs i strid med § 1-2 annet ledd.

(2) Den som forsettlig eller uaktsomt tilsidesetter sin opplysningsplikt etter § 4-7 eller § 4-8, straffes med bøter eller fengsel inntil 1 år eller begge deler. Foreligger det særlig skjerpende omstendigheter kan fengsel inntil 3 år anvendes.

(3) Medlem av børsråd, børsstyre og børsdirektør og øvrige ansatte ved børsen som forsettlig eller uaktsomt overtrer denne lov eller bestemmelser gitt i medhold av loven, straffes med bøter eller under særlig skjerpende omstendigheter med fengsel inntil 1 år eller begge deler hvis ikke handlingen går inn under noen strengere straffebestemmelse.

(4) Medvirkning til overtredelse av første til tredje ledd straffes på samme måte.

§ 6-2 Børsstyret kan pålegge et foretak eller en person som ikke oppfyller sin opplysningsplikt etter denne lovs § 4-7 eller § 4-8, en daglig, løpende mulkt, inntil opplysningsplikten er oppfylt. Pålegg om mulkt er tvangsgrunnlag for utlegg. I børsforskriftene fastsettes bestemmelser om mulktens størrelse, de nærmere vilkår for ileggelse av mulkt, hel eller delvis ettergivelse av ilagt mulkt med mere.

§ 6-3 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. Også børsmedlemmer og børsrepresentanter kan ilegges slikt overtredelsesgebyr. Kongen fastsetter overtredelsesgebyrets øvre grense for børsmedlem og børsrepresentant.

§ 6-4 (1) Kongen kan oppnevne en egen klagenemnd med juridisk kompetanse for å avgjøre klager på vedtak fattet av børsens styre eller børsråd.

(2) 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 børsforskriftene.

§ 6-5 (1) Det kan kreves gebyr for behandling av klage over børsstyrets vedtak. Nærmere regler om når gebyr skal kreves, om gebyrenes størrelse og om innkrevingen, fastsettes i børsforskriftene.

(2) I børsforskriftene kan det fastsettes regler om når en part kan bli tilkjent saksomkostninger fra det offentlige og om en parts rett til dekning av saksomkostninger fra andre parter.

§ 6-6 (1) Søksmål mot vedtak fra en børs kan ikke reises før klageadgangen er utnyttet. Klagenemnden kan i særlige tilfeller gjøre vedtak om at det likevel kan reises søksmål mot avgjørelser i børsstyret. Frist for søksmål er 6 måneder fra det tidspunkt klagen er avgjort eller tillatelse til søksmål er gitt.

(2) Søksmål reises mot vedkommende børs. Staten kan på ethvert trinn tre inn i saken som hjelpeintervenient og kan etter avtale med børsen overta saken.

"Nåværende verdipapirmarkedsstruktur i Norge" ***i*** **Kap. 7. Ikrafttredelse og overgangsbestemmelser. Endringer i andre lover**

§ 7-1 Denne lov trer i kraft fra det tidspunkt Kongen bestemmer. Fra lovens ikrafttreden oppheves lov av 19. juni 1931 nr. 19 om børser.

§ 7-2 (1) Børser som er opprettet eller drives med hjemmel i lov 19. juni 1931 § 2 første ledd gis en frist på inntil tre år til å avvikle sin virksomhet. Eventuell søknad om godkjennelse som børs i henhold til ny børslov må fremmes innen ett år. Fristene regnes fra lovens ikrafttreden. (2) Kongen kan gi nærmere bestemmelser om omdanning eller avvikling av de eksisterende børser og andre nødvendige overgangsregler.

§ 7-3 Fra lovens ikrafttreden gjøres følgende endringer i andre lover: – – –

1. I lov 24. mai 1985 nr. 28 om Norges Bank og pengevesenet § 24 skal lyde:

> § 24. Kursnoteringer og forvaltningen av de offisielle valutareserver. Banken kan forestå regelmessig og offisiell kursnotering for valuta etter nærmere regler gitt av Kongen. Banken skal plassere de offisielle valutareserver slik at de tjener den valutapolitikk som er fastlagt. Kongen kan gi forskrifter om plasseringen av de offisielle valutareserver.

Vedlegg 2

Retningslinjer for samarbeidet mellom Oslo Børs og Kredittilsynet

Samarbeidsavtale mellom Kredittilsynet og Oslo Børs datert november 1997

1 Innledning

Børsdirektøren og Kredittilsynsdirektøren nedsatte 31. januar 1997 følgende arbeidsgruppe:

Tor G. Birkeland, Oslo Børs
Randi Spjøtvoll, Oslo Børs
Dag Willoch, Oslo Børs
Marius Nygaard Haug, Kredittilsynet
Eystein Kleven, Kredittilsynet
Hans Gaarder, Kredittilsynet

Senere er gruppen supplert med Kristin Lund fra Kredittilsynet.

Arbeidsgruppens mandat var å revidere retningslinjene for samarbeidet mellom Oslo Børs og Kredittilsynet, som ble etablert i september 1991. Bakgrunnen for mandatet var behovet for mer tidsmessige retningslinjer. Formålet med gjennomgangen var således å innarbeide de vedtatte endringer i verdipapirhandelloven, samt å oppdatere retningslinjene på grunnlag av de praktiske erfaringer fra samarbeidet mellom de to institusjoner de senere år.

Gjennomgangen skulle bygge på de eksisterende retningslinjer og skulle ikke ta sikte på å foregripe de større reformer som kan følge av Børslovutvalgets arbeid.

Arbeidsgruppen har gjennomgått de eksisterende retningslinjer og har med bakgrunn i mandatet utarbeidet nye. Ved utarbeidelsen er det tatt hensyn til den nye verdipapirhandelloven, som trer i kraft 1. desember 1997. Paragrafhenvisninger m.v. refererer seg således til den nye loven. Foruten innledningen består dokumentet av tre deler, hvorav én inneholder en faktisk beskrivelse av de to organers myndighetsområder, én inneholder en gjennomgang av erfaringene med det eksisterende samarbeidet og én inneholder de nye retningslinjene.

Retningslinjenes siktemål er å sikre en – for institusjonene og verdipapirmarkedet – hensiktsmessig fordeling av tilsynsoppgavene innenfor vedtatte lover og forskrifter. Retningslinjene skal ikke påvirke kompetansen til de to organene.

2 Oslo børs og kredittilsynet- ansvarsområder og myndighet

2.1 Kompetanse og myndighet på verdipapirmarkedet – innledning

Kredittilsynet er et selvstendig forvaltningsorgan – direktorat – underlagt Finansdepartementet. Kredittilsynets myndighetsområde spenner over hele finanssektoren, samt regnskaps- og revisjonsvirksomhet, eiendomsmegling og inkassovirksomhet. Kredittilsynet skal se til at de institusjoner det har tilsyn med virker på en betryggende og hensiktsmessig måte. Institusjonene omfat-

ter bl. a. bank, forsikring og verdipapirforetak. Av de overordnede oppgaver er å påse at det ikke inntrer forhold i institusjonene som kan true den finansielle stabilitet, eller tilliten til det finansielle system som sådan. For å oppnå de overordnede mål, overvåker Kredittilsynet først og fremst at institusjonene har den nødvendige soliditet og likviditet, at de driver sin virksomhet innenfor lovens begrensinger, samt at eierne oppfyller de krav som stilles med hensyn til kvantitative eierbegrensninger og andre lovkrav vedrørende eiernes egnethet. En viktig del av det finansielle system er verdipapirmarkedet. I motsetning til de øvrige deler av finansmarkedene, har Kredittilsynet et generelt tilsyn med verdipapirmarkedet. I tillegg føres det tilsyn med visse institusjoner som virker i dette markedet.

Kredittilsynets kompetanse som kontrollorgan på verdipapirrettens område fremgår av kredittilsynsloven (ktl) § 1 nr. 13. I henhold til bestemmelsen 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.»

Bestemmelsen fastslår for det første at Kredittilsynet skal føre kontroll med virksomheten til verdipapirforetak og andre foretak som driver verdipapirhandel. For det annet fastslås at Kredittilsynet har generell kontroll med at bestemmelser om verdipapirhandel overholdes. Disse bestemmelser finnes i ulike lover og forskrifter. Av særlig sentrale lover kan nevnes verdipapirhandelloven, verdipapirfondloven, finansieringsvirksomhetsloven og enkelte bestemmelser i aksjeloven.

Oslo Børs er en selveiende institusjon som med hjemmel i lov om verdipapirbørs (børsloven) § 1-1 skal forestå regelmessig og offentlig kursnotering av finansielle instrumenter. Børsens primæroppgave er å bidra til å skape et likvid og velfungerende marked i de noterte verdipapirene. På grunn av børsens sentrale plass i verdipapirmarkedet og den kompetansen institusjonen besitter, har Oslo Børs blitt tillagt tilsynsoppgaver både av spesiell og generell karakter.

Oslo Børs skal medvirke til myndighetenes tilsyn med verdipapirmarkedet, jfr. børsloven § 1-5. Dette må forstås slik at Oslo Børs i tillegg til de oppgaver hvor børsen er tillagt et direkte ansvar, også skal medvirke i myndighetenes tilsyn på mer generell basis.

Etter børsloven kan ingen opprette børs uten tillatelse fra Kongen. Oslo Børs er i dag den eneste børsen i Norge, og i praksis kan det sies at de tilsynsoppgaver som tilligger børsen tilligger Oslo Børs. En slik fortolkning gjelder også andre lover og forskrifter som henviser til børsen, eksempelvis verdipapirhandelloven.

2.2.1.1 Alminnelig kontroll med overholdelsen av bestemmelser om verdipapirhandel

I henhold til verdipapirhandellovens (vphl) § 12-1 første ledd har Finansdepartementet det overordnede tilsyn med handel i finansielle instrumenter og med overholdelsen av verdipapirhandellovgivningen. Den løpende kontroll er imidlertid tillagt Kredittilsynet, jfr. vphl § 12-1 annet ledd. De generelle markedsregler retter seg mot enhver aktør i verdipapirhandelen. Kredittilsynet er gjennom ulike hjemler gitt kompetanse til å håndheve bestemmelsene. Verdipapirforetak har en alminnelig opplysningsplikt overfor Kredittilsynet. I for-

hold til reglene om innsidehandel og markedsmanipulasjon har imidlertid enhver aktør opplysningsplikt, jfr. vphl § 12-2 femte ledd.

Etter verdipapirhandelloven § 12-1 tredje ledd skal Oslo Børs rapportere brudd på verdipapirhandelloven til Kredittilsynet. Denne bestemmelsen må sees i sammenheng med børsens medvirkning i myndighetenes tilsyn med verdipapirhandelen, jfr. børsloven § 1-5 første ledd.

2.2.1.2 Innsidehandel, kursmanipulasjon og meldeplikt

Forbudet mot innsidehandel i vphl § 2-1 retter seg mot alle aktører i verdipapirhandelen og omfatter tegning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter og avledede rettigheter knyttet til slike, som er børsnoterte. I sammenheng med forbudet mot innsidehandel må sees vphl § 2-2 som pålegger personer som regelmessig besitter innsideinformasjon taushetsplikt og/eller rådgivningsforbud. Etter bestemmelsens tredje ledd skal foretak med børsnoterte finansielle instrumenter føre lister over personer som mottar innsideinformasjon og som ikke er ansatte eller er tillitsmenn i foretaket. En annen tilknyttet bestemmelse er vphl § 2-3, som setter forbud mot at sentrale personer i utstederselskapet handler verdipapirer i visse perioder. Etter tredje ledd kan børsen dispensere i særlige tilfeller. En tredje tilgrensende bestemmelse er regelen om meldeplikt. Etter vphl § 3-1 fjerde ledd skal selskaper med børsnoterte finansielle instrumenter utarbeide lister over alle personer som omfattes av vphl § 2-1. De meldepliktige skal selv utarbeide en oversikt over nærstående, dersom disse innehar finansielle instrumenter som omfattes av meldeplikten. Listene skal sendes børsen, og skal holdes tilgjengelige for Kredittilsynet. Personer som omfattes av meldeplikten skal straks sende børsen melding om kjøp, salg og tegning av aksjer i samme konsern. Det samme gjelder for foretakets handel med egne aksjer.

Å føre kontroll med at innsidebestemmelsene overholdes tilligger Kredittilsynet. Utsteder av finansielle instrumenter 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 verdipapirhandelloven, se vphl § 12-2 fjerde ledd. Det samme gjelder Verdipapirsentralen, se vphl § 12-2 tredje ledd. Opplysningsplikten etter bestemmelsene er av sentral betydning for Kredittilsynets evne til å håndheve bestemmelsene. Verdipapirhandelloven § 12-2 femte ledd pålegger investorer opplysningsplikt ved mistanke om brudd på innside- og taushetspliktsregelene.

Verdipapirhandelloven § 2-6 setter forbud mot kursmanipulasjon. Forbudet gjelder alle finansielle instrumenter notert på norsk børs og rammer enhver. Bestemmelsen må ses i sammenheng med forbudet mot urimelige forretningsmetoder og kravet til god forretningsskikk i verdipapirhandelen. En vesentlig forutsetning for et effektivt verdipapirmarked er at brukerne har tillit til at handelen skjer til kurser som reflekterer de reelle markedsverdier. I kraft av den alminnelige bestemmelsen i vphl § 12-1 annet ledd tilligger det Kredittilsynets kompetanseområde å føre kontroll med overholdelse av bestemmelsen. Ovennevnte bestemmelse om investorers opplysningsplikt er gjort gjeldende ved mistanke om brudd på bestemmelsen.

Straffebudene for brudd på bestemmelsene i verdipapirhandelloven kapitlene 2 og 3 er nedfelt i vphl § 14-3. Av vphl § 14-2 følger at Økokrim kan utferdige forelegg på vinningsavståelse dersom det er oppnådd vinning ved forsettlig eller uaktsom overtredelse av vphl §§ 2-1 første ledd, 2-2 første og annet ledd, 2-3, 2-5 og 2-6.

Det følger av børsloven § 4-5 at kursen på et verdipapir skal gi uttrykk for den aktuelle markedsverdien. Videre følger det av børsforskriften § 13-2 femte ledd at børsmedlemmer og børsrepresentanter ikke må medvirke til offentliggjøring av offisielle kurser som ikke gir uttrykk for den aktuelle markedsverdi på verdipapirene. Oslo Børs kan sanksjonere børsmedlemmer, børsrepresentanter og børsnoterte selskaper for brudd på børsloven og børsforskriften, jfr. børsforskriften *"Omdannelse til allmennaksjeselskap"* i kapittel 25.

2.2.1.3 God forretningsskikk og god børsskikk

Verdipapirhandelloven § 2-5 setter forbud mot bruk av urimelige forretningsmetoder og krav til god forretningsskikk ved handel i finansielle instrumenter. Bestemmelsen rammer enhver. I kraft av den alminnelige bestemmelsen i vphl § 12-1 annet ledd tilligger det Kredittilsynet å føre kontroll med overholdelsen av bestemmelsen. Grove eller gjentatte overtredelser straffes med bøter eller med fengsel inntil 1 år, jfr. vphl § 14-3.

Etter børsforskriften § 22-1 skal foretak med børsnoterte verdipapirer, børsmedlemmer og børsrepresentanter følge god børsskikk. Børsstyret kan sanksjonere brudd på god børsskikk, jfr. børsforskriften §§ 25-5, 25-8 og 25-9.

2.2.1.4 Flagging

Den som gjennom erverv eller avhendelse av aksjer eller rettighet til aksjer passerer bestemte grenser skal straks melde ervervet eller avhendelsen til børsen. Meldingen skal offentliggjøres i børsens informasjonssystem. Reglene om flaggeplikt er nedfelt i vphl § 3-2.

Forsettlig eller uaktsom overtredelse av flaggereglene straffes med bøter, jfr. vphl § 14-3. Medvirkning straffes på samme måte.

2.2.1.5 Opplysningsplikt

Det er av avgjørende betydning for et velfungerende verdipapirmarked at markedet blir tilført den informasjon som er nødvendig for å kunne foreta en riktig prising av verdipapirene. Overholdelse av opplysningsplikten er videre av betydning for å forebygge innsidehandel. Opplysningsplikten er regulert i børsloven § 4-7 med presiseringer i børsforskriften §§ 5-1 og 5-2.

Etter børsforskriften § 4-7 har foretak med børsnoterte verdipapirer en plikt til å gi børsen opplysninger av betydning for en riktig vurdering av verdipapirene. Av børsforskriften § 5-2 fremgår at opplysningene skal gis uoppfordret og umiddelbart.

Etter børsloven § 4-8 kan børsen kreve at foretak med børsnoterte verdipapirer og verdipapirforetak skal gi børsen slike opplysninger som er nødvendig for at børsen kan oppfylle sine plikter etter børsloven og annen lovgivning. Tilsvarende gjelder for foretakets ansatte.

Børsen kan ilegge foretak med børsnoterte verdipapirer en daglig løpende mulkt inntil opplysningsplikten er oppfylt. Ved brudd på opplysningsplikten kan børsstyret ilegge et overtredelsesgebyr, jfr. børsforskriften §§ 25-4 og 25-5. Tilsvarende gjelder for børsmedlemmer, jfr. børsforskriften §§ 25-7 og 25-8.

2.2.1.6 Regnskapsregler

I børsforskriftene *"Kapitalmarkedet i Norge"* i kapittel 6 er det fastsatt regler for regnskapsavleggelse. Dette gjelder både regnskapenes innhold og tidspunkt

for avleggelse. Reglene om regnskapsavleggelse må sees i sammenheng med opplysningsplikten, jfr. punkt 2.1.5.

Oslo Børs kan sanksjonere brudd på børsforskriften, herunder brudd på reglene om regnskapsavleggelse, jfr. børsforskriften § 25-5.

Kredittilsynet er etter ktl § 4 gitt kompetanse til å gi institusjoner under tilsyn pålegg om å innrette bokføring, årsoppgjør, delårsoppgjør og revisjon etter de regler som tilsynet fastsetter, m.v. Kredittilsynet har således gitt forskrifter om bl.a. årsoppgjør og tapsføring. Disse generelle reglene gjelder visse børsnoterte foretak, som banker og forsikringsselskaper.

2.2.1.7 Emisjonskontroll

Reglene om emisjonskontroll er nedfelt i verdipapirhandelloven kapittel 5. Oslo Børs har et tilsynsansvar for utsteders opptreden, og avgjør i hvilke tilfeller det foreligger krav om utarbeidelse av prospekt. Oslo Børs påser at prospektet inneholder de opplysninger som kreves etter lov eller forskrift.

Etter vphl § 5-7 kan børsen nedlegge forbud mot å gjennomføre emisjonen dersom tegningsmaterialet inneholder villedende eller ufullstendige opplysninger, eller det forøvrig vil være ulovlig å gjennomføre emisjonen.

Etter vphl § 5-13 kan partene forelegge for børsen til avgjørelse spørsmål om ugyldighet dersom prospektet inneholder villedende eller ufullstendige opplysninger som må tillegges vekt ved bedømmelsen av spørsmålet om å akseptere tilbudet.

Kredittilsynet har et generelt ansvar for å overvåke at verdipapirhandellovens regler også overholdes i forbindelse med emisjoner. Ved emisjoner i tilsynsobjektene vil Kredittilsynet også ha et særlig ansvar for oppfølging av utsteders opptreden ved mistanke om lovbrudd. I enkelte tilsynsobjekter (banker, forsikringsselskaper og finansieringsforetak) kreves dessuten offentlig godkjennelse for kapitalforhøyelse. Endelig har Kredittilsynet et særlig ansvar for å påse at verdipapirforetak som medvirker i emisjoner overholder lovpålagte krav, f.eks. reglene om god forretningsskikk, forbudet mot innsidehandel, kursmanipulasjon og bruk av urimelige forretningsmetoder.

2.2.1.8 Tilbudsplikt og frivillig tilbud

Reglene om tilbudsplikt og frivillig tilbud er nedfelt i verdipapirhandelloven kapittel 4.

Tilbudsplikt inntrer for den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 40% av stemmene i et børsnotert foretak. Tilbudsprisen skal være minst like høy som det høyeste vederlag betalt siste seks måneder. Oslo Børs avgjør om tilbudsplikt foreligger, og godkjenner tilbudet. Børsen kan kreve opplysninger fra verdipapirforetak, selskap og personer som kan ha betydning for spørsmål om tilbudsplikt, jfr. vphl § 12-6. Dersom tilbudsplikten forsømmes kan Oslo Børs ilegge daglig mulkt inntil forholdet er rettet, jfr. vphl § 14-1. Videre har børsen myndighet til å selge aksjene etter reglene om tvangssalg, jfr. vphl. § 4-20.

Reglene om frivillig tilbud er nedfelt i vphl § 4-18. Her fremgår at en rekke av de reglene som kommer til anvendelse ved pliktig tilbud også kommer til anvendelse ved frivillig tilbud.

2.2.1.9 Eierbegrensninger

Kredittilsynet er delegert myndighet til å håndheve eier- og stemmerettsbegrensningsreglene i finansinstitusjonslovens §§ 2-2 og 2-5. Reglene gjelder for banker, forsikringsselskap og finansieringsforetak.

2.2 Kontroll med verdipapirforetak

Som nevnt har Kredittilsynet etter ktl § 1 vphl § 12-1 annet ledd kontroll med verdipapirforetaks virksomhet. Bestemmelsen må ses i sammenheng med kredittilsynsloven (ktl) § 2 jfr. § 1, som fastslår at Kredittilsynet har det overordnede tilsynet med alle institusjoner som har konsesjon til å operere i finansmarkedet. Etter ktl. § 3 skal Kredittilsynet se til at de institusjoner det har tilsyn med:

> «virker på en fornuftig 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, dens formål og vedtekter.»

Kredittilsynet har dermed kompetanse til å kontrollere alle sider av et verdipapirforetaks virksomhet, herunder at foretaket er betryggende organisert, at store aksjonærer er egnet, at utførelsen av den konsesjonspliktige virksomhet skjer i samsvar med lover og forskrifter og at kapitaldekningen i foretaket er betryggende. Verdipapirforetak har, som mellommenn og utøvere av vesentlige funksjoner i verdipapirmarkedet, en særskilt og sentral rolle. Av den grunn er Kredittilsynet for disse foretak gitt særskilte hjemler som ikke alene går på deres virksomhet og atferd i markedet, men også på selve organiseringen. Kredittilsynet avgjør hvorvidt verdipapirforetak skal få konsesjon til å yte investeringstjenester. Kredittilsynet skal godkjenne foretakets ledelse og eiere med betydelig innflytelse. I tillegg til kontrollen med verdipapirforetaket, utøver Kredittilsynet kontroll med enkelte forhold knyttet til de ansatte. Kredittilsynet fører således kontroll med de ansattes egenhandel og de ansattes adgang til å drive annen næringsvirksomhet. Såvel verdipapirforetaket som ansatte har opplysningsplikt overfor Kredittilsynet. I tillegg har verdipapirforetak varslingsplikt overfor Kredittilsynet dersom det inntreffer begivenheter som innebærer risiko knyttet til driften av foretaket. Dersom verdipapirforetak opptrer i strid med lov, forskrift eller interne instrukser og retningslinjer har Kredittilsynet kompetanse til å gi pålegg om retting. Ved alvorlige overtredelser kan Kredittilsynet trekke foretakets konsesjon tilbake.

De fleste verdipapirforetak som yter tjenester som mellommenn i verdipapirhandelen, er børsmedlemmer. Reglene om godkjenning av børsmedlemmer og børsrepresentanter er gitt i børsloven kapittel 3. Nærmere retningslinjer er gitt i børsforskriften *"Andre institusjoner i markedet for verdipapirer og varederivater i Norge"* i kapittel 11. Børsen kan trekke tilbake retten til å delta i kursnoteringen dersom børsmedlemmet forsømmer sine plikter etter børsforskriften eller av andre grunner anses uskikket. Tilsvarende gjelder for børsrepresentanter. Ved suspensjon og utelukkelse av børsmedlem skal Kredittilsynet underrettes, jfr. børsforskriften § 25-6 siste ledd.

3 Erfaringer med samarbeidet-behovet for justeringer av avtalen

3.1 Behovet for justeringer og supplement

Ovennevnte redegjørelse viser at Kredittilsynet og børsen har overlappende kompetanse på enkelte områder.

Den eksisterende samarbeidsavtalen mellom Kredittilsynet og Oslo Børs ble undertegnet i 1991. I denne perioden har samarbeidet fungert godt. Begge parter har søkt å unngå kompetansestrid gjennom utstrakt informasjonsutveksling og konsultasjon. De problemstillinger som har oppstått har funnet sin løsning gjennom dialog.

Vesentlige endringer i regelverket tilsier likevel at den praktiske arbeidsdeling og retningslinjene for informasjonsutveksling bør gjennomgås på nytt. Det må sikres at nye problemstillinger blir ivaretatt på en tilfredsstillende måte, og legges til rette for en hensiktsmessig utnyttelse av institusjonenes samlede ressurser innenfor tilsynsvirksomheten.

3.2 Om det praktiske samarbeidet

Oslo Børs og Kredittilsynet avholder regelmessig kontaktmøter. Møtene finner sted etter behov, vanligvis hver sjette uke. Gruppen har ingen formell kompetanse eller myndighet, og møtene benyttes til informasjonsutveksling og diskusjon.

Hver annen måned avholdes kontaktmøter mellom markedsovervåkingsgruppen hos Oslo Børs og transaksjonsgruppen i Kredittilsynet. Møtet fungerer som et forum for informasjonsutveksling vedrørende enkeltsaker i tilknytning til markedsovervåkingen, herunder innsidehandel og markedsmanipulasjon.

Det har også vært avholdt møter på styrenivå mellom Kredittilsynet og Oslo Børs. Kontakten på dette nivået er ikke formalisert.

Oslo Børs og Kredittilsynet avholder to ganger i året fellesseminar for verdipapirforetak. På seminaret gis en orientering om aktuelle temaer for foretakene og markedet. Seminaret anses som en viktig del av partenes forebyggende arbeide.

I tillegg til det mer formaliserte samarbeidet er det en løpende kontakt mellom Kredittilsynet og Oslo Børs på alle nivåer i organisasjonen. For markedsovervåkingen på børsen og transaksjonsgruppen i Kredittilsynet er dette samarbeidet aktivt; om ikke formalisert. Det er fra begge parter forutsatt at markedsovervåkingen på børsen rutinemessig sender saker med mulige sider mot misbruk av innsideinformasjon til transaksjonsgruppen i Kredittilsynet. Mange av sakene transaksjonsgruppen arbeider med er således initiert av børsen. I de tilfeller innsidegruppen tar opp saker av eget tiltak tas det kontakt med børsen for å avklare arbeidsfordelingen. Som eksempel kan nevnes at enkelte saker har sider både mot reglene om informasjonsplikt, som håndteres av børsen, og mot innsidereglene.

En videre utvikling av samarbeidet bør forankres i en hensiktsmessig løsning av konkrete oppgaver på de felt hvor institusjonene har et felles grensesnitt.

4 Retningslinjer for samarbeidet

4.1 Hensikten med samarbeidet

Kredittilsynet og Oslo Børs har som overordnet målsetting å arbeide for et effektivt og velfungerende verdipapirmarked innenfor de lover og regler som til enhver tid gjelder. Partene er enige om at graden av måloppnåelse bl.a. er avhengig av det tilsynsarbeidet som utføres.

Kredittilsynet og Oslo Børs skal samarbeide der partene har felles grensesnitt. Samarbeidet skal hvile på følgende grunnprinsipper:

1. Effektiv informasjonsutveksling og fordeling av konkrete arbeidsoppgaver.
2. Effektiv ressursutnyttelse gjennom koordinering av tilsynsarbeidet.
3. Enhetlig praksis og opptreden utad.
4. Økt forståelse for det offentlige tilsynsarbeid.

Det er nødvendig for ivaretagelsen av ovennevnte hensyn at samarbeidet som etableres bygger på gjensidig tillit og åpenhet. Dette vil innebære at begge organer gir de nødvendige opplysninger om sin virksomhet og sine strategiske planer for organiseringen av tilsynsarbeidet.

Informasjonsutvekslingen vil være særlig viktig i saker vedrørende Kredittilsynets tilsynsobjekter som har børsnoterte verdipapirer, og for undersøkelser av børsmedlemmer. I slike saker påhviler det institusjonene et særlig ansvar for utveksling av tidsriktig, korrekt og relevant informasjon.

Som et ledd i koordineringen og fordelingen av arbeidsoppgaver mellom de to organer er det viktig at henvendelser umiddelbart henvises til det annet organ, såfremt dette organ har hovedansvaret for det området saken gjelder. Ovenstående må ikke fortolkes på en slik måte at det er til hinder for vanlig oppfølging og service overfor bl. a. noterte selskaper.

I saker som berører begge organers myndighetsområde skal arbeidet organiseres på en for tilsynsorganenes og tilsynsobjektenes hensiktsmessig måte. Dette innebærer at en i størst mulig grad skal søke å koordinere informasjonsinnhentingen og underrette det annet organ om saksutviklingen. Når det er hensiktsmessig bør det nedsettes arbeidsgrupper med representanter fra de to institusjoner. En slik fremgangsmåte synes særlig aktuell i saker vedrørende børsmedlemmer og i saker vedrørende kursmanipulasjon.

Institusjonene skal søke å fremstå med en koordinert og enhetlig opptreden overfor de som er underlagt tilsyn og overfor massemedia. Det er avgjørende for troverdigheten til det samlede tilsyn at de to organer praktiserer regelverket likt, og for øvrig opptrer samordnet. Oslo Børs og Kredittilsynet skal søke å samordne sine reaksjoner.

Partene skal så langt det er mulig, innenfor det til enhver tid gjeldende regelverk, stille til disposisjon informasjon og vurderinger som er relevant for den annen parts utførelse av sine tilsynsoppgaver.

Det er knyttet straffebestemmelser til en rekke av de bestemmelsene som avtalepartene er gitt kompetanse til å håndheve. Ved brudd på slike bestemmelser, er det den av partene som i henhold til denne avtalen har ansvaret for bestemmelsen som også har ansvaret for å anmelde forholdet. I de tilfellene hvor partene har delt ansvar, eller hvor begge partene håndhever relevante bestemmelser, skal partene særskilt avtale hvem som skal forestå anmeldelsen basert på en vurdering av hva som er hensiktsmessig.

4.2 Konkrete retningslinjer for utvalgte tilsynsoppgaver

2.4.2.1 Kontroll med utstedere

a) Kontroll med vilkårene for børsnotering

Oslo Børs avgjør hvilke verdipapirer som kan tas opp til notering og hvilke verdipapirer som skal suspenderes eller strykes fra notering. Børsen fører løpende kontroll med at vilkårene for børsnotering er tilstede. Oppgaven er et eneansvar for Oslo Børs.

b) Emisjonskontroll

Oslo Børs skal føre kontroll med alle prospekter som omfattes av verdipapirhandelloven og børsforskriften. Oslo Børs avgjør hvilke emisjoner/videresalg som faller inn under regelverket, og påser at prospektene inneholder de opplysninger som kreves etter lov og forskrift. Børsen gjennomfører også en begrenset lovlighetskontroll.

For børsnoterte selskaper innebærer dette bl. a. en vurdering av emisjonen i forhold til krav om likebehandling av aksjonærene.

Kredittilsynet påser at verdipapirforetak som medvirker i emisjoner overholder lovpålagte krav, f.eks. reglene om god forretningsskikk, forbudet mot innsidehandel, kursmanipulasjon og bruk av urimelige forretningsmetoder.

c) Eierbegrensninger og stemmerettsbegrensninger

Kredittilsynet håndhever de lovfestede eierbegrensningsregler som gjelder i finansinstitusjoner. Kredittilsynet skal så snart vedtak er truffet, og senest før børsåpning neste dag, varsle Oslo Børs om vedtaket.

d) Opplysningsplikt

Kontroll med utsteders overholdelse av reglene om opplysningsplikt tilligger Oslo Børs.

e) Listeføring

Kontroll med utsteders overholdelse av reglene om plikt til å føre lister over personer som mottar presise og fortrolige opplysninger tilligger Oslo Børs.

f) Meldepliktig verdipapirhandel

Det tilligger Oslo Børs å føre kontroll med at meldepliktreglene overholdes. Kredittilsynet skal varsles ved brudd på reglene om meldeplikt.

g) Regnskap

Oslo Børs foretar en gjennomgang av utstedernes års- og delårsregnskaper bl. a. med sikte på å følge opp implementeringen av nye regnskapsstandarder, og foretar en vurdering av regnskapsprinsippene i forhold til standarden God regnskapsskikk.

Oslo Børs har etablert et fast, konsultativt organ, Regnskapsutvalget ved Oslo Børs, som utarbeider retningslinjer for og tar stilling til regnskapsmessige forhold. Kredittilsynet skal ha observatørstatus i dette utvalget.

Kredittilsynet har generell myndighet til bl.a. å fastsette årsregnskapsforskrifter for institusjoner under tilsyn, og uttaler seg om hvorledes disse reglene skal tolkes.

Kredittilsynet og Oslo Børs skal i overensstemmelse med de generelle retningslinjene for samarbeidet søke å informere og konsultere den annen part om forhold som må antas å være av betydning for den annen parts virksomhet. Kredittilsynet og Oslo Børs skal søke å ivareta den annen parts interesser innenfor rammen av partenes respektive oppgaver.

2.4.2.2 Kontroll med investorer

a) Innsidehandel, kursmanipulasjon og rapportering av handler i børsens handelssystem

Oslo Børs foretar rutinemessige undersøkelser av handelen i selskapenes verdipapirer i tiden forut for avgivelse av kursrelevant informasjon. Ved mistanke om innsidehandel eller markedsmanipulasjon skal dette rapporteres til Kredittilsynet. Det tilligger Kredittilsynet å ta stilling til materialet og eventuelt foreta ytterligere undersøkelser.

Oslo Børs mottar lister over innsidere, og meldinger om de transaksjoner disse utfører. Denne informasjonen skal holdes tilgjengelig for Kredittilsynet.

Børsen kan dispensere fra forbudet mot innsideres handel i perioder forut for regnskapsfremleggelse. Slike dispensasjoner skal meddeles Kredittilsynet.

b) God forretningsskikk

Kredittilsynet håndhever det alminnelige forbudet mot urimelige forretningsmetoder. Børsen vil gjennom sin kontakt med aktørene i markedet kunne komme over forhold av betydning for håndhevelse av bestemmelsen. Børsen skal i slike tilfeller varsle Kredittilsynet.

c) Tilbudsplikt og frivillig tilbud

Oslo Børs avgjør om tilbudsplikt foreligger, og godkjenner tilbudet. Forhold av betydning for Kredittilsynets håndheving av reglene om eierbegrensninger skal meddeles Kredittilsynet.

d) Flagging

Oslo Børs håndhever reglene om flaggeplikt. Kredittilsynet skal varsles om forhold som kan være av betydning for Kredittilsynets arbeid.

2.4.2.3 Kontroll med børsmedlemmer

Kredittilsynet har ansvar for å føre en total kontroll med verdipapirforetak, herunder børsmedlemmer. Børsen fører kontroll med at børsmedlemmene og børsreprentantene opptrer i samsvar med børsloven og børsforskrifene. Begge organer har sanksjonsmyndiget.

Partene skal gjensidig varsle hverandre om forhold av betydning for håndhevelsen av kontrolloppgavene. Det er enighet om at begge parter rutinemessig skal vurdere hvorvidt sanksjoner gitt av det ene organ også skal medføre sanksjoner hos det annet.

2.4.2.4 Faste fora for samarbeid

1. Kontaktutvalget møtes etter behov, forutsetningsvis 8 til 10 ganger i året. Kontaktutvalget består, foruten Børsdirektøren, eller hans stedfortreder, og Avdelingsdirektør Markedsavdelingen ved Kredittilsynet, av lederne for de seksjoner/avdelinger som har tilgrensende arbeidsoppgaver. Kontaktutvalget kan suppleres etter behov. Kredittilsynsdirektøren deltar forutsetningsvis to ganger pr. år. Kontaktutvalget kan nedsette utvalg og komiteer der utvalget finner dette hensiktsmessig.
   Naturlige emner for slike møter vil være informasjon om aktuelle enkeltsaker, utredningsarbeid, drøftelser av strategi for tilsynsarbeidet og avholdelse av felles arrangementer.
2. Etter behov arrangeres møter mellom avdeling for markedsovervåking ved Oslo Børs og transaksjonsgruppen ved Kredittilsynet. Formålet er informasjonsutveksling og fordeling av arbeidsoppgaver knyttet til enkelt-

saker innenfor området innsidehandel og kursmanipulasjon.

3. Kredittilsynet og Oslo Børs skal søke å arrangere to seminarer pr. år hvor de to organer sammen informerer børsmedlemmene om nye regelverk og avgjørelser som har betydning for verdipapirmarkedet.

Vedlegg 3

Lov om værdipapirhandel m.v. av 20 desember 1995 (Danmark)

Bekendtgørelse af lov om værdipapirhandel m.v.

Herved bekendtgøres lov om værdipapirhandel m.v., jf. lov nr. 1072 af 20. december 1995, med de ændringer der følger af § 8 i lov nr. 376 af 22. maj 1996, § 4 i lov nr. 475 af 10. juni 1997, samt § 1 i lov nr. 414 af 26. juni 1998.

Afsnit I

Indledende bestemmelser

Kapitel 1

Værdipapirhandel

§ 1. Denne lov finder anvendelse på værdipapirhandel.

Stk. 2. Ved værdipapirhandel forstås

1. offentligt udbud af værdipapirer,
2. køb og salg for egen eller tredjemands regning af værdipapirer,
3. formidling af køb og salg af værdipapirer,
4. erhvervsmæssig rådgivning vedrørende værdipapirer,
5. porteføljepleje samt
6. afgivelse af emissionsgarantier.

Stk. 3. Loven finder endvidere anvendelse på børsvirksomhed, clearingvirksomhed og registreringsvirksomhed m.v.

§ 1 a. Lovens §§ 4 a, 5 og 6 finder anvendelse på valutaspotforretninger for kunder i investeringsøjemed med henblik på, at kunderne opnår fortjeneste ved kursændringer på valuta.

§ 2. Denne lovs bestemmelser om værdipapirer finder anvendelse på følgende instrumenter:

1. Aktier og andre omsættelige værdipapirer, der kan sidestilles med disse,
2. obligationer og andre omsættelige værdipapirer, der kan sidestilles med disse,
3. andre værdipapirer, der omsættes, og hvormed værdipapirer som nævnt under nr. 1 eller 2 kan erhverves ved tegning, ombytning eller kontant betaling,
4. andele i investeringsforeninger, og specialforeninger,
5. pengemarkedsinstrumenter, der er optaget til notering på en fondsbørs, samt indlånsbeviser og commercial papers,
6. finansielle futures og tilsvarende instrumenter,
7. fremtidige renteaftaler (FRA-kontrakter),
8. rente og valutaswaps samt swaps på aktier og aktieindeks,

9. råvareinstrumenter m.v., herunder tilsvarende instrumenter, der afregnes kontant,
10. optioner på at erhverve eller afhænde et værdipapir, der falder ind under nr. 1-9, og optioner på aktie- og obligationsindeks, herunder tilsvarende instrumenter, der afregnes kontant,
11. omsættelige pantebreve med pant i fast ejendom eller løsøre og
12. andre instrumenter og kontrakter efter Fondsrådets beslutning.

Stk. 2. Fondsrådet kan fastsætte regler om, at nærmere bestemte instrumenter undtages fra denne lov.

§ 3. Enhver værdipapirhandel skal udføres på en redelig måde og i overensstemmelse med god værdipapirhandelsskik.

Stk. 2. Fondsrådet kan fastsætte regler om god værdipapirhandelsskik.

Kapitel 2

Værdipapirhandlere

§ 4. Eneret til erhvervsmæssigt at rette henvendelse til offentligheden og tilbyde sig som køber, sælgereller formidler af værdipapirer som nævnt i § 2, stk. 1, nr. 1-10 og 12, har
1. pengeinstitutter,
2. fondsmæglerselskaber,
3. realkreditinstitutter,
4. kreditinstitutter med særlig tilladelse,
5. Danmarks Nationalbank og
6. Kongeriget Danmarks Hypotekbank og Finansforvaltning.

Stk. 2. Stk. 1 gælder ikke for henvendelser til offentligheden, som en udsteder foretager vedrørende værdipapirer, som udstederen selv udsteder.

Stk. 3. Ved en værdipapirhandler forstås i denne lov en virksomhed som nævnt i stk. 1, nr. 1-4.

§ 4 a. Eneret til erhvervsmæssigt at rette henvendelse til offentligheden med tilbud om at formidle eller udføre valutaspotforretninger for kunder i investeringsøjemed med henblik på, at kunderne opnår fortjeneste ved kursændring på valuta har:
1. Pengeinstitutter.
2. Fondsmæglerselskaber.

§ 5. En værdipapirhandler skal indrette og lede sin virksomhed på en sådan måde, at virksomheden
1. har en sund administrativ og regnskabsmæssig praksis,
2. har betryggende kontrol- og sikkerhedsforanstaltninger på edb-området,
3. har fyldestgørende interne kontrolprocedurer, som også omfatter regler for medarbejderes adgang til at foretage personlige transaktioner, samt
4. fører lister over udførte forretninger, som skal opbevares i 5 år.

Stk. 2. En værdipapirhandler, Danmarks Nationalbank og Kongeriget Danmarks Hypotekbank og Finansforvaltning skal
1. handle loyalt og korrekt over for kunder og i disses bedste interesse og under hensyn til markedets integritet,
2. udføre kunders handler med den nødvendige kompetence, omhu og hur-

tighed og under hensyn til markedets integritet og kundernes bedste interesse,
3. have og effektivt anvende de ressourcer og fremgangsmåder, der er nødvendige for den rette gennemførelse af sin virksomhed, og
4. bestræbe sig på, at der ikke opstår interessekonflikter, og når sådanne ikke kan undgås, sørge for, at kunderne behandles korrekt.

Stk. 3. En værdipapirhandler skal desuden
1. udbede sig oplysninger hos kunderne om deres finansielle stilling, investeringserfaring og målsætninger, som er relevante for gennemførelse af de ønskede tjenesteydelser,
2. meddele de for kunden relevante oplysninger i sine kontrakter, herunder hvilken erstatningsordning eller tilsvarende beskyttelse, der vil gælde for den påtænkte transaktion, hvilken dækning der ydes i henhold til den ene eller anden ordning, eller at sådanne ordninger og sådan beskyttelse ikke findes, og
3. have retningslinjer for, hvornår en ordre skal udføres over en fondsbørs' systemer, og træffe foranstaltning til at sikre, at ordrer udføres i overensstemmelse hermed.

Stk. 4. Finanstilsynet kan fastsætte regler om de i stk. 1-3 angivne forhold.

§ 6. Det påhviler en værdipapirhandler at
1. træffe fyldestgørende foranstaltninger for at sikre kundernes ejendomsret til deres værdipapirer,
2. træffe fyldestgørende foranstaltninger for at sikre kundernes midler, herunder opbevaring af kontanter som et led i porteføljeplejen for kunder i form af depositum eller forskud på kunders afgivne ordrer om køb af værdipapirer, og
3. organisere og opbygge sin virksomhed på en sådan måde, at risikoen for interessekonflikter både mellem værdipapirhandlerens kunder indbyrdes og mellem kunderne og værdipapirhandleren begrænses mest muligt.

Stk. 2. En værdipapirhandler må ikke uden kundens samtykke disponere over dennes værdipapirer.

Stk. 3. En værdipapirhandler kan opbevare kunders værdipapirer i samme depot (samledepot), hvis værdipapirhandleren har informeret den enkelte kunde om retsvirkningerne heraf, og denne har samtykket. Finanstilsynet kan i særlige tilfælde give tilladelse til, at kunders og en værdipapirhandlers egne værdipapirer opbevares i samme depot. Værdipapirhandleren skal føre et register, hvoraf de enkeltes ejerforhold til de registrerede værdipapirer klart fremgår.

Stk. 4. I tilfælde af værdipapirhandlerens konkurs, betalingsstandsning eller lignende kan den enkelte kunde på grundlag af registeret udtage sine værdipapirer af et samledepot, såfremt der ikke forinden er tvist om kundens ejendomsret.

Stk. 5. Finanstilsynet kan fastsætte nærmere regler vedrørende de i stk. 1-3 angivne forhold.

Stk. 6. Finanstilsynet kan fratage en værdipapirhandler retten til at føre samledepot efter stk. 3.

Stk. 7. Bestemmelserne i stk. 1 og 2 finder tilsvarende anvendelse på Danmarks Nationalbank og Kongeriget Danmarks Hypotekbank og Finansforvaltning.

Kapitel 3

Fælles bestemmelser

§ 7. I denne lov forstås
1. ved en fondsbørs et aktieselskab, der driver børsvirksomhed,
2. ved en autoriseret markedsplads et aktieselskab, der driver virksomhed som autoriseret markedsplads,
3. ved en værdipapirmægler et aktieselskab, der driver værdipapirmæglervirksomhed,
4. ved en pengemarkedsmægler et aktieselskab, der driver pengemarkedsmæglervirksomhed,
5. ved en clearingcentral et aktieselskab, der driver clearingvirksomhed, og
6. ved en værdipapircentral et aktieselskab, der driver registreringsvirksomhed.

Stk. 2. De frister, der er fastsat i eller i henhold til denne lov, begynder at løbe fra og med dagen efter den dag, hvor den begivenhed, som udløser fristen, finder sted. Dette gælder ved beregning af såvel dage- som uge-, måneds- og årsfrister.

Stk. 3. Er fristen angivet i uger, udløber fristen, jf. stk. 1, på ugedagen for den dag, hvor den begivenhed, som udløste fristen, fandt sted.

Stk. 4. Er fristen angivet i måneder, udløber fristen, jf. stk. 1, på månedsdagen for den dag, hvor den begivenhed, som udløste fristen, fandt sted. Hvis den dag, hvor den begivenhed, som udløste fristen, fandt sted, er den sidste dag i en måned, eller hvis fristen udløber på en månedsdato, som ikke findes, udløber fristen altid på den sidste dag i måneden uanset dens længde.

Stk. 5. Udløber en frist i en weekend, på en helligdag, grundlovsdag, juleaftensdag eller nytårsaftensdag, udstrækkes fristen til den førstkommende hverdag.

§ 8. Virksomhed omfattet af § 7 må ikke påbegyndes, før Finanstilsynet har meddelt tilladelse hertil. Den clearingvirksomhed, der udøves af Danmarks Nationalbank, er ikke omfattet af 1. pkt.

Stk. 2. Tilladelsen er betinget af,
1. at virksomheden drives i et aktieselskab, der er registreret i Erhvervs- og Selskabsstyrelsen,
2. at selskabet har en aktiekapital, der for fondsbørser, clearingcentraler og værdipapircentraler mindst skal udgøre 40 mio. kr., for autoriserede markedspladser mindst skal udgøre 8 mio. kr., og for værdipapirmæglere og pengemarkedsmæglere mindst skal udgøre 2,5 mio. kr., samt
3. at der er udarbejdet en driftsplan, forretningsgange samt kontrol- og sikkerhedsforanstaltninger.

Stk. 3. For en værdipapircentral er tilladelsen tillige betinget af, at værdipapircentralen har et kapitalberedskab, jf. § 82.

§ 9. Finanstilsynet kan nægte et selskab tilladelse til at drive virksomhed efter § 7, hvis et medlem af selskabets direktion eller bestyrelse
1. må skønnes ikke at have fyldestgørende erfaring til at udøve stillingen eller hvervet,
2. er dømt for et strafbart forhold og det udviste forhold begrunder en nærliggende fare for misbrug af stillingen eller hvervet, eller
3. i stilling eller erhverv har udvist en sådan adfærd, at der er grund til at

antage, at den pågældende ikke vil varetage stillingen eller hvervet på forsvarlig måde.

Stk. 2. Når tilladelse nægtes, skal dette begrundes og meddeles ansøgeren senest 3 måneder efter ansøgningens modtagelse eller, hvis ansøgningen er ufuldstændig, senest 3 måneder efter, at ansøgeren har fremsendt de oplysninger, der er nødvendige for at træffe afgørelsen. Der skal under alle omstændigheder træffes afgørelse senest 6 måneder efter ansøgningens modtagelse.

§ 10. Enhver fysisk og juridisk person skal underrette Finanstilsynet om disses direkte eller indirekte erhvervelse af mindst 10 pct. af aktiekapitalen eller stemmerettighederne eller en mindre aktiepost, der i øvrigt giver mulighed for at udøve en betydelig indflydelse på forvaltningen af et aktieselskab omfattet af § 7, samt om størrelsen af disse aktieposter.

Stk. 2. Såfremt aktionærer, der er i besiddelse af de i stk. 1 fastsatte aktieposter i et aktieselskab omfattet af § 7, modvirker en forsvarlig drift af dette, kan Finanstilsynet ophæve den stemmeret, der er knyttet til de pågældende ejeres aktier, eller påbyde selskabet at følge bestemte retningslinjer.

Stk. 3. Har Finanstilsynet ophævet stemmeretten i medfør af stk. 2, kan aktieposten ikke indgå i opgørelsen af den på generalforsamlingen stemmeberettigede kapital.

§ 11. Et aktieselskab omfattet af § 7 skal meddele Finanstilsynet eller Fondsrådet, hvis det bliver bekendt med eller har formodning om, at nogen har overtrådt loven, bekendtgørelser udstedt i henhold til loven eller groft eller gentagne gange har overtrådt regler udstedt af en fondsbørs, en clearingcentral eller en værdipapircentral.

§ 12. Bestyrelsen for et aktieselskab omfattet af § 7 skal bestå af mindst 5 personer.

Stk. 2. Bestemmelserne i aktieselskabslovens § 56, stk. 5, finder tilsvarende anvendelse på aktieselskaber omfattet af § 7.

Stk. 3. Direktører, vicedirektører, underdirektører og dermed ligestillede samt interne revisions- og vicerevisionschefer i et aktieselskab omfattet af § 7 må ikke for egen regning udføre eller deltage i spekulationsforretninger.

Stk. 4. Bestyrelsen er forpligtet til at udarbejde interne retningslinjer for, hvilke andre medarbejdere, der ikke for egen regning må udføre eller deltage i spekulationsforretninger.

Stk. 5. Finanstilsynet fastsætter nærmere regler om, hvilke formuedispositioner, der udgør spekulationsforretninger.

Stk. 6. Ændringer i ledelse eller revision i et aktieselskab omfattet af § 7 skal senest 2 uger efter meddeles Finanstilsynet.

Stk. 7. Et aktieselskab omfattet af § 7, nr. 1, 5 og 6, må ikke uden Finanstilsynets godkendelse indgå aftaler af vidtrækkende betydning med andre virksomheder vedrørende børsvirksomhed, virksomhed som autoriseret markedsplads, værdipapirmæglervirksomhed, pengemarkedsmæglervirksomhed, clearingvirksomhed og registreringsvirksomhed samt betalingsformidling.

Stk. 8. Et aktieselskab omfattet af § 7, nr. 1, 5 og 6, kan ikke fusionere med et andet selskab uden Finanstilsynets godkendelse.

§ 12 a. Uden bestyrelsens godkendelse, som skal indføres i bestyrelsens forhandlingsprotokol, må et aktieselskab omfattet af § 7 ikke indgå engagementer m.v. med andre selskaber, hvori selskabets direktører eller bestyrelsesmedlemmer er direktører eller bestyrelsesmedlemmer.

Stk. 2. De i stk. 1 nævnte engagementer skal bevilges i henhold til selskabets sædvanlige forretningsbetingelser og på markedsbaserede vilkår. Selskabets valgte revision skal i revisionsprotokollen vedrørende årsregnskabet afgive erklæring om, hvorvidt kravene i 1. pkt. er opfyldt.

Stk. 3. Direktionen og bestyrelsen skal i særlig grad overvåge forsvarligheden og forløbet af de i stk. 1 nævnte engagementer.

Stk. 4. Reglerne i stk. 1, stk. 2, 1. pkt., og stk. 3 gælder også engagementer med selskaber, hvori personer, der er knyttet til direktører ved ægteskab, slægts- eller svogerskab i ret op- eller nedstigende linje eller som søskende, er direktører.

Stk. 5. En direktør kan ikke bestride hverv som direktør i et aktieselskab omfattet af § 7, såfremt den pågældende har anmeldt betalingsstandsning, er under konkursbehandling, har indgivet begæring om gældssanering, eller der er indledt forhandling om tvangsakkord.

§ 12 b. Bestyrelsen skal for personkredsen omfattet af § 12, stk. 3, udarbejde retningslinjer om indberetning af formuedispositioner omfattet af de særlige undtagelser, som fremgår af bekendtgørelsen udstedt i medfør af § 12, stk. 5.

Stk. 2. På baggrund af de foretagne indberetninger skal den valgte revision i revisionsprotokollen vedrørende årsregnskabet afgive erklæring om, hvorvidt indberetningerne har givet anledning til bemærkninger, jf. § 12, stk. 5.

Stk. 3. Den valgte revision skal én gang om året gennemgå selskabets interne retningslinjer vedrørende indberetning efter stk. 1 og afgive erklæring i revisionsprotokollen vedrørende regnskabsåret om, hvorvidt selskabets forretningsgange på dette område er betryggende.

§ 12 c. Direktører, vicedirektører, underdirektører og dermed ligestillede samt interne revisions- og vicerevisionschefer i et aktieselskab omfattet af § 7 må ikke eje eller drive selvstændig erhvervsvirksomhed eller som bestyrelsesmedlem, funktionær eller på anden måde deltage i ledelsen eller driften af anden erhvervsvirksomhed end selskaber, jf. dog §§ 12 d-12 h. De kan dog eje, drive og deltage i administrationen af fast ejendom. Endvidere kan direktører med bestyrelsens tilladelse midlertidigt eje eller drive selvstændig erhvervsvirksomhed, som de ejer ved tiltrædelsen af deres stilling i selskabet eller senere arver, hvis en umiddelbar afhændelse af erhvervsvirksomheden vil være forbundet med økonomisk tab. Direktionen kan give tilsvarende tilladelse til vicedirektører, underdirektører og dermed ligestillede samt interne revisions- og vicerevisionschefer.

Stk. 2. Forbudet i stk. 1 gælder ikke for hverv i foreninger, institutioner, råd, nævn og lignende, der ikke har til formål at fremme deltagernes økonomiske interesser gennem erhvervsdrift.

Stk. 3. De interne revisions- og vicerevisionschefer kan uanset stk. 1 være intern revisions- eller vicerevisionschef i andre selskaber omfattet af § 7, der indgår i koncern med selskabet.

Stk. 4. Hvervet som bestyrelsesmedlem i et aktieselskab omfattet af § 7 kan ikke forenes med stillingen som direktør i selskabet.

§ 12 d. Bestyrelsen kan tillade, at en direktør kan være bestyrelsesmedlem i

1. et andet selskab omfattet af § 7, der er datterselskab til selskabet, eller
2. et datterselskab af selskabets moderselskab, der driver virksomhed, som selskabet kan drive gennem et datterselskab.

Direktionen kan give tilsvarende tilladelse til vicedirektører, underdirektører og dermed ligestillede.

Stk. 2. Tilsvarende gælder, hvor flere selskaber omfattet af § 7 i forening ejer et selskab, der udøver virksomhed omfattet af § 7 eller anden virksomhed, der er accessorisk hertil.

Stk. 3. Samtlige tilladelser givet af bestyrelsen i medfør af stk. 1 og 2 skal fremgå af bestyrelsens forhandlingsprotokol.

Stk. 4. Selskabets årsregnskab skal indeholde oplysning om de i stk. 1 og 2 nævnte hverv, som bestyrelsen har godkendt, jf. § 14. Envidere skal den valgte revision gennemgå og afgive erklæring i revisionsprotokollen vedrørende årsregnskabet om, hvorvidt engagementer indgået med de selskaber, hvor hvervet bestrides, kan anses for ydet på selskabets sædvanlige forretningsbetingelser og på markedsbaserede vilkår.

§ 12 e. Bestyrelsen kan tillade, at en direktør kan være bestyrelsesmedlem i et fondsmæglerselskab, et realkreditinstitut, et forsikringsselskab eller et pengeinstitut, der ikke indgår i koncern med selskabet, jf. dog § 12 h. Direktionen kan give tilsvarende tilladelse til vicedirektører, underdirektører og dermed ligestillede. Den pågældende må dog ikke varetage hvervet som bestyrelsesformand.

Stk. 2. Bestyrelsen eller direktionen kan kun give tilladelse til hvervet, hvis selskabet har erhvervet en kapitalandel på mindst 10 pct. i det pågældende selskab.

Stk. 3. Hvervet kan kun bestrides, såfremt der ikke er personsammenfald for flertallet af medlemmerne i bestyrelsen for det pågældende selskab og selskabets bestyrelse.

Stk. 4. § 12 d, stk. 3 og 4, finder tilsvarende anvendelse.

§ 12 f. Bestyrelsen kan tillade, at en direktør kan være bestyrelsesmedlem i de i § 7 i lov om værdipapirhandel m.v. nævnte selskaber, jf. dog § 12 g. Direktionen kan give tilsvarende tilladelse til vicedirektører, underdirektører og dermed ligestillede.

Stk. 2. § 12 d, stk. 3 og 4, finder tilsvarende anvendelse.

§ 12 g. Bestyrelsen kan tillade, at en direktør kan være direktør i andre selskaber, der indgår i koncern med selskabet. Direktionen kan give tilsvarende anvendelse til vicedirektører, underdirektører og dermed ligestillede.

Stk. 2. Bestyrelsen kan tillade, at en direktør i et selskab kan være direktør i et moderselskab, hvis aktivitet udelukkende eller hovedsageligt består i at besidde kapitalandele i selskabet.

Stk. 3. Bestyrelsen kan tillade, at en direktør i et selskab kan være direktør i et selskab, som driver virksomhed omfattet af § 7 eller virksomhed, som er accessorisk hertil. Direktionen kan give tilsvarende tilladelse til vicedirektører, underdirektører og dermed ligestillede.

Stk. 4. § 12 d, stk. 3 og 4, finder tilsvarende anvendelse.

§ 12 h. En direktør, vicedirektør, underdirektør og dermed ligestillet kan højst være medlem af 10 bestyrelser i de erhvervsvirksomheder, der er omfattet af §§ 12 e og 12 f, heraf 5 bestyrelser i erhvervsvirksomheder, der er børsnoteret eller har en egenkapital på over 50 mio. kr.

§ 13. Bestyrelse, revisorer samt direktører og øvrige ansatte i et aktieselskab omfattet af § 7, nr. 1-5, må ikke uberettiget røbe, hvad de under udøvelsen af deres stilling eller hverv har fået kundskab om.

Stk. 2. Stk. 1 er ikke til hinder for, at et aktieselskab omfattet af § 7, nr. 1-5, som led i et samarbejde med andre aktieselskaber omfattet af § 7, et reguleret marked for værdipapirer i et land inden for den Europæiske Union eller i

lande, som Fællesskabet har indgået samarbejdsaftale med, eller et af Finanstilsynet anerkendt udenlandsk reguleret marked, clearingcentral og værdipapircentral, videregiver oplysninger til disse, såfremt oplysningerne er undergivet tilsvarende tavshedspligt hos modtagerne.

Stk. 3. Omfattet af stk. 1 er tillige oplysninger, som et aktieselskab omfattet af § 7, nr. 1-5, modtager fra andre aktieselskaber omfattet af § 7, nr. 1-5, eller udenlandske regulerede markeder med angivelse af, at oplysningerne er hemmelige eller fortrolige, eller hvor dette følger af oplysningernes karakter.

Stk. 4. For værdipapircentraler gælder reglerne i § 60, stk. 2-4.

§ 14. Årsregnskabet og årsberetningen for et aktieselskab omfattet af § 7 skal indsendes til Finanstilsynet i to eksemplarer. Finanstilsynet sender et eksemplar af årsregnskabet og årsberetningen til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, som bekendtgør modtagelsen i styrelsens edb-informationssystem. De modtagne årsregnskaber og årsberetninger er offentligt tilgængelige i Erhvervs- og Selskabsstyrelsen.

Stk. 2. I en note til årsregnskabet skal der gives oplysninger om hverv, som bestyrelsen har godkendt, jf. §§ 12 d -12 g. Oplysningerne, som skal vedrøre samtlige hverv i det pågældende regnskabsår, skal omfatte en angivelse af hvervet samt navnet på den pågældende, som har påtaget sig dette.

Stk. 3. Finanstilsynet kan fastsætte regler om regnskabsaflæggelse og om revisionens, herunder systemrevisionens, gennemførelse i aktieselskaber omfattet af § 7.

Stk. 4. Finanstilsynet kan fastsætte regler om regnskab på konsolideret basis.

§ 15. Den ansvarlige kapital i et aktieselskab omfattet af § 7, nr. 1, 2, 5 og 6, beregnes som den indbetalte aktiekapital med fradrag af beholdningen af egne aktier og årets løbende underskud og tillagt overkurs ved emission samt reserver.

Stk. 2. Finanstilsynet kan fastsætte kapitaldækningsregler og regler om afdækning af de af § 7 omfattede aktieselskabers risici. Finanstilsynet kan fastsætte regler om afskrivning af immaterielle aktiver.

Afsnit II

Handel

Kapitel 4

Børsvirksomhed

§ 16. Ved børsvirksomhed forstås regelmæssig drift af et marked, hvor der optages værdipapirer til notering. Ved børsvirksomhed forstås tillige regelmæssig drift af et marked, hvor værdipapirer, der er optaget til notering på et marked som nævnt under nr. 1-4, optages til handel mellem markedets medlemmer på egne eller kunders vegne:

1. En dansk fondsbørs,
2. en fondsbørs eller et tilsvarende reguleret marked i et land inden for den Europæiske Union,
3. en fondsbørs eller et tilsvarende reguleret marked i lande, som Fællesskabet har indgået samarbejdsaftale med, eller

4. et af Finanstilsynet anerkendt tilsvarende reguleret marked uden for Den Europæiske Union.

Stk. 2. Såfremt en eller flere værdipapirhandlere alene eller i forening med andre driver et marked, hvor der regelmæssigt handles noterede værdipapirer i et væsentligt omfang, kan Finanstilsynet beslutte, at det skal opfylde bestemmelserne i kapitel 4-10. Dette gælder dog ikke, såfremt markedet er omfattet af kapitel 13 eller 14.

Stk. 3. De fondsbørser, der har fået Finanstilsynets tilladelse til at drive børsvirksomhed, er eneberettigede til i deres navn at benytte betegnelsen «fondsbørs». Andre virksomheder må ikke i deres navn eller i betegnelsen af deres virksomhed benytte ordet «fondsbørs» eller betegnelser, der er egnet til at fremkalde det indtryk, at de er fondsbørser.

Stk. 4. Vedtægterne for en fondsbørs skal i formålsbestemmelsen indeholde oplysninger om, hvilke typer af værdipapirer der kan optages til notering.

§ 17. En fondsbørs kan drive anden virksomhed, der er accessorisk til børsvirksomhed, herunder som clearingcentral, værdipapircentral og autoriseret markedsplads. Finanstilsynet kan beslutte, at den accessoriske virksomhed skal udøves i et andet selskab.

Stk. 2. Hvis en fondsbørs tillige driver virksomhed som clearingcentral, finder bestemmelserne i § 52, § 53, stk. 1, og §§ 54-58 anvendelse på selskabets virksomhed. Regler udstedt i medfør af § 55, stk. 4, finder tilsvarende anvendelse på selskabets virksomhed.

Stk. 3. Hvis en fondsbørs tillige driver virksomhed som værdipapircentral, finder bestemmelserne i § 8, stk. 3, § 60, §§ 62-82 og §§ 90 og 91 anvendelse på selskabets virksomhed.

Stk. 4. Hvis en fondsbørs tillige driver virksomhed som autoriseret markedsplads, finder bestemmelserne i kapitel 11 anvendelse på selskabets virksomhed.

§ 18. Bestyrelsen for en fondsbørs er ansvarlig for, at børsvirksomheden foregår på en betryggende og hensigtsmæssig måde.

Stk. 2. Det påhviler den enkelte fondsbørs at

1. sørge for, at de nødvendige værdipapirhandelssystemer og informationssystemer er til rådighed,
2. virke for, at handel og kursnotering finder sted på en måde, der sikrer, at handelen og prisdannelsen på fondsbørsen foregår på en redelig og gennemskuelig måde, og inden for lovgivningens rammer sikrer alle berørte en ligelig behandling, og
3. påse, at udstedere af værdipapirer og fondsbørsmedlemmer overholder reglerne efter § 19.

Stk. 3. Hvis et fondsbørsmedlem tilsidesætter vilkårene i tilslutningsaftalen, jf. § 19, stk. 1, eller hvis en udsteder af værdipapirer noteret på en fondsbørs tilsidesætter fondsbørsens regelsæt, kan fondsbørsen opkræve afgifter eller påtale dette.

Stk. 4. Hvis et fondsbørsmedlem groft eller gentagne gange tilsidesætter vilkårene i en tilslutningsaftale, jf. § 19, stk. 1, kan fondsbørsen ophæve tilslutningsaftalen.

Stk. 5. Hvis en udsteder groft eller gentagne gange tilsidesætter fondsbørsens regelsæt, kan fondsbørsen slette udstederens værdipapirer fra noteringen.

§ 19. For at sikre investorbeskyttelse og ligebehandling af markedsdeltagerne skal en fondsbørs fastsætte

1. regler, der indeholder vilkårene for markedets funktion og tilsikrer god gennemsigtighed,
2. regler for adgang til markedet, herunder tilslutningsaftaler, og
3. børsetiske regler.

Stk. 2. En fondsbørs kan endvidere fastsætte supplerende bestemmelser, der udfylder Fondsrådets bestemmelser om markedets funktion, herunder regler om oplysningsforpligtelser, jf. § 30, om indberetning af handler til løbende markedsovervågnings- og informationsformål, jf. § 33, stk. 4, om betingelser for optagelse til handel eller notering, jf. § 21, stk. 2, og § 22, stk. 4, samt om prospekters indhold, jf. § 23, stk. 3.

Kapitel 5

Adgang til en fondsbørs

§ 20. Værdipapirhandlere, jf. § 4, stk. 3, og Danmarks Nationalbank kan blive medlemmer af en fondsbørs (fondsbørsmedlemmer).

Stk. 2. Senest samtidig med at en fondsbørs har imødekommet en værdipapirhandlers ansøgning om at blive fondsbørsmedlem, skal fondsbørsen give Finanstilsynet meddelelse herom.

Kapitel 6

Optagelse m.v. af værdipapirer til notering eller handel på en fondsbørs

§ 21. Efter bestemmelserne i §§ 22-25 kan en fondsbørs optage værdipapirer som nævnt i § 2, stk. 1, nr. 1-10 og 12, til notering, medmindre de i medfør af § 2, stk. 2, er undtaget fra loven.

Stk. 2. Endvidere kan en fondsbørs optage værdipapirer, der er optaget til notering på en anden fondsbørs, til handel efter regler fastsat af Fondsrådet.

§ 22. Værdipapirer skal optages til notering på en fondsbørs efter ansøgning fra udstederen, såfremt lovgivningens betingelser er opfyldt, de pågældende værdipapirer er omfattet af fondsbørsens formålsbestemmelse og den fondsbørs, hvorpå optagelse til notering søges, skønner, at handel og kursnotering har offentlig interesse.

Stk. 2. En fondsbørs kan stille enhver særlig betingelse for et værdipapirs optagelse til notering, der må anses for nødvendig for at beskytte investorerne og værdipapirmarkedet.

Stk. 3. En fondsbørs kan afslå en ansøgning om optagelse af et værdipapir, såfremt den skønner, at optagelsen på grund af udstederens forhold eller værdipapirets opbygning vil være i modstrid med investorernes og værdipapirmarkedets interesse.

Stk. 4. Fondsrådet fastsætter regler om betingelser for optagelse af værdipapirer til notering på en fondsbørs.

§ 23. Ved ansøgning om værdipapirers optagelse til notering på en fondsbørs skal der med henblik på offentliggørelse foreligge et prospekt med de oplysninger, der af den pågældende fondsbørs anses for fornødne for, at investorerne og deres investeringsrådgivere kan danne sig et velbegrundet skøn

over udstederens aktiver og passiver, finansielle stilling, resultater og udsigter samt over de rettigheder, der er knyttet til disse værdipapirer.

Stk. 2. Et prospekt skal udarbejdes i overensstemmelse med god prospektskik og skal præsenteres på en måde, som gør det muligt at forstå indholdet og vurdere betydningen af den givne information.

Stk. 3. Fondsrådet fastsætter regler for prospekters indhold. Fondsrådet kan i særlige tilfælde undtage fra pligten til at udarbejde et prospekt.

§ 24. Den fondsbørs, hvorpå et værdipapir søges optaget til notering, træffer beslutning om værdipapirets optagelse til notering og prospektets godkendelse efter §§ 22 og 23.

Stk. 2. Fondsrådet fastsætter regler om prospekters godkendelse i de tilfælde, hvor værdipapirer ønskes optaget til notering på flere fondsbørser.

§ 25. Offentlig udbud til tegning eller salg af værdipapirer, hvorom der er indgivet ansøgning om optagelse til notering på en fondsbørs, må ikke ske, førend et prospekt er godkendt og offentliggjort i overensstemmelse med de herom fastsatte regler.

Stk. 2. Fondsrådet fastsætter regler om udbudsmateriale og prospekters offentliggørelse.

§ 26. En fondsbørs kan bestemme, at et værdipapir skal slettes fra noteringen på den pågældende fondsbørs, såfremt denne finder, at noteringen ikke længere er i investorernes, låntagernes eller værdipapirmarkedets interesse.

Stk. 2. Mister en udsteder rådigheden over sit bo, slettes dennes værdipapirer fra noteringen.

Stk. 3. Fremsætter en udsteder, hvis værdipapirer er noteret på en fondsbørs, anmodning om sletning fra noteringen, skal anmodningen tages til følge, medmindre fondsbørsen finder, at sletningen ikke er i investorernes, låntagernes eller værdipapirmarkedets interesse.

Stk. 4. En udsteder har ret til at få et værdipapir slettet fra noteringen på en fondsbørs, såfremt værdipapiret i forbindelse hermed optages eller er optaget til notering på en anden fondsbørs.

Stk. 5. Fondsrådet fastsætter regler om sletning og suspension af værdipapirer fra noteringen.

Kapitel 7

Oplysningsforpligtelser

§ 27. En udsteder af værdipapirer, der er optaget til notering på en fondsbørs, skal straks offentliggøre oplysninger om væsentlige forhold, der vedrører virksomheden, og som kan antages at få betydning for kursdannelsen på værdipapirerne.

Stk. 2. En udsteder skal periodevis offentliggøre regnskabsmæssige oplysninger, jf. § 30, stk. 1.

Stk. 3. Offentliggørelse anses, medmindre andet er foreskrevet, at være sket, når meddelelsen er kommet frem til den fondsbørs, hvorpå udstederens værdipapirer er optaget til notering.

§ 28. Et selskab, der har aktier optaget til notering på en fondsbørs, skal straks give fondsbørsen meddelelse om selskabets og dets datterselskabers samlede besiddelse af aktier i selskabet, når den pålydende værdi heraf udgør 2 pct. eller mere af aktiekapitalen i selskabet. Fondsbørsen indberetter straks oplysningerne til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen.

Stk. 2. Bestemmelsen i stk. 1 finder tilsvarende anvendelse, når aktiebesiddelsen efterfølgende ændres i forhold til den senest meddelte besiddelse, og ændringen udgør 2 pct. eller mere af aktiekapitalen.

Stk. 3. De i stk. 1 og 2 nævnte meddelelser til en fondsbørs skal indeholde oplysning om den aktuelle besiddelse fordelt på aktieklasser og om den til fondsbørsen senest indberettede aktiebesiddelse.

§ 29. Enhver, der besidder aktier i selskaber, der har aktier optaget til notering på en fondsbørs, skal i de i stk. 2 nævnte tilfælde straks give meddelelse til fondsbørsen og selskabet om besiddelser af aktier i selskabet. Fondsbørsen indberetter straks oplysningerne til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen.

Stk. 2. Meddelelse om aktiebesiddelse efter stk. 1 skal gives, når

1. aktiernes stemmeret udgør mindst 5 pct. af aktiekapitalens stemmerettigheder eller deres pålydende værdi udgør mindst 5 pct. af aktiekapitalen eller
2. ændring i et allerede meddelt besiddelsesforhold bevirker, at grænser med 5 pct.'s mellemrum fra 10 pct. til 100 pct. samt grænser på $^1/_3$ eller $^2/_3$ af aktiekapitalens stemmerettigheder eller pålydende værdi nås eller ikke længere er nået, eller ændringen bevirker, at grænserne i nr. 1 ikke længere er nået.

Stk. 3. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen fastsætter regler om besiddelse og om meddelelse om besiddelse af aktier efter stk. 1 og 2. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen kan fastsætte regler om besiddelse og om meddelelse om besiddelse af aktier i danske selskaber, der har aktier optaget til notering på en fondsbørs i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i lande, som Fællesskabet har indgået samarbejdsaftale med.

§ 30. Fondsrådet fastsætter regler om udstederes og aktionærers oplysningsforpligtelse over for en fondsbørs, herunder om muligheden for dispensation.

Stk. 2. Fondsrådet fastsætter regler om oplysningsforpligtelse, såfremt en udsteder har værdipapirer optaget til notering på flere fondsbørser.

Kapitel 8

Overtagelsestilbud

§ 31. Overdrages en aktiepost direkte eller indirekte i et selskab, der har en eller flere aktieklasser optaget til notering på en fondsbørs, skal erhververen give alle selskabets aktionærer mulighed for at afhænde deres aktier på identiske betingelser, hvis overdragelsen medfører, at erhververen

1. kommer til at besidde flertallet af stemmerettighederne i selskabet,
2. får ret til at udnævne eller afsætte et flertal af selskabets bestyrelsesmedlemmer,
3. får ret til at udøve en bestemmende indflydelse over selskabet på grundlag af vedtægterne eller aftale med dette i øvrigt eller
4. på grundlag af aftale med andre aktionærer kommer til at råde over flertallet af stemmerettighederne i selskabet.

Den pågældende fondsbørs påser overholdelse af 1. pkt.

Stk. 2. Fondsrådet kan fritage fra forpligtelsen i stk. 1, 1. pkt., såfremt særlige forhold gør sig gældende.

§ 32. Ved tilbud om overtagelse af aktier efter § 31 skal erhververen udarbejde og offentliggøre et tilbudsdokument, som indeholder oplysninger om tilbudets økonomiske og andre vilkår, herunder frist for accept af tilbudet, samt andre oplysninger, som må anses for fornødne, for at aktionærerne kan danne sig et velbegrundet skøn over tilbudet. Den pågældende fondsbørs påser overholdelsen af 1. pkt.

Stk. 2. Når der, uden at der foreligger tilbudspligt efter § 31, i øvrigt offentligt fremsættes tilbud om at overtage aktier i et selskab, der har en eller flere aktieklasser noteret på en fondsbørs, skal der ligeledes udarbejdes et tilbudsdokument i overensstemmelse med stk. 1.

Stk. 3. Fondsrådet fastsætter bestemmelser om tilbudspligt efter § 31, stk. 1, om tilbudsdokumenters indhold samt offentliggørelse og kan herunder fastsætte bestemmelser om ledelsens forpligtelse til at redegøre for tilbuddets indhold.

Kapitel 9

Indberetning af handler

§ 33. En værdipapirhandler skal straks indberette aftaler om overdragelse til eje af værdipapirer, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs eller handles på en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked for værdipapirer i et land inden for Den Europæiske Union eller i lande, som Fællesskabet har indgået samarbejdsaftale med, såfremt værdipapirhandleren har medvirket i handelen.

Stk. 2. Fondsrådet kan bestemme, at indberetningspligt tillige påhviler andre, og kan desuden i særlige tilfælde udstrække indberetningspligten til at omfatte andre unoterede værdipapirer end dem, der handles på en autoriseret markedsplads.

Stk. 3. Den indberetningspligtige skal opbevare dokumentation for den indberettede handel og for indberetningen heraf i mindst 5 år, efter at indberetningen er foretaget.

Stk. 4. Fondsrådet fastsætter nærmere bestemmelser om indberetningspligten, herunder omfang og indhold, og hvortil der skal indberettes. En fondsbørs fastsætter regler om betaling af gebyrer for indberetninger og offentliggørelse.

Kapitel 10

Misbrug af intern viden og kursmanipulation

§ 34. Reglerne i dette kapitel omfatter misbrug af intern viden og kursmanipulation vedrørende:

- Værdipapirer, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs eller handles på en autoriseret markedsplads eller tilsvarende regulerede markeder for værdipapirer i et land inden for Den Europæiske Union eller i lande, som Fællesskabet har indgået samarbejdsaftale med.
- Unoterede instrumenter, der er knyttet til et eller flere værdipapirer, der er optaget til notering på en fondsbørs eller handles på en autoriseret markedsplads.

Stk. 2. Ved intern viden forstås ikke offentliggjorte oplysninger om udstedere af værdipapirer, værdipapirer eller markedsforhold vedrørende disse, som må antages at få betydning for kursdannelsen på et eller flere værdipapirer, hvis oplysningerne blev offentliggjort. En oplysning anses for offentliggjort, når der er sket en for markedet generel og relevant videreformidling af denne. Som sådan offentliggørelse anses meddelelse til en fondsbørs, når oplysningen er videresendt herfra.

Stk. 3. Ved kursmanipulation forstås handlinger som nr. 1-4, der er egnet til at påvirke kursen på værdipapirer eller unoterede instrumenter efter stk. 1 i en retning, der afviger fra disses værdi i markedet, ved

1. offentliggørelse eller udspredelse af urigtige oplysninger om en udsteder af værdipapirer,
2. indberetning af handel med egne værdipapirer, herunder handel med et koncernforbundet selskabs værdipapirer, uden at det er markedet bekendt,
3. indberetning af handel med sig selv, herunder handel med og mellem koncernforbundne selskaber eller selskaber, der kontrolleres af samme person eller personkreds, uden at det er markedet bekendt, eller
4. indberetning af handel, når det mellem køber og sælger er aftalt, at tab dækkes på anden måde, uden at det er markedet bekendt.

Stk. 4. Finanstilsynet kan fastsætte regler om, at handlinger som nævnt i stk. 3, nr. 3, i visse situationer ikke udgør kursmanipulation.

§ 35. Køb, salg og tilskyndelse til køb eller salg af et værdipapir må ikke foretages af nogen, der har intern viden, som kan være af betydning for handelen.

Stk. 2. Har en værdipapirhandler viden eller formodning om, at den, der ønsker at købe eller sælge værdipapirer, er i besiddelse af intern viden, må værdipapirhandleren ikke medvirke til handelens gennemførelse.

Stk. 3. Uanset bestemmelsen i stk. 1 kan værdipapirhandlere foretage sædvanlig handel, såfremt handelen sker på en kundes vegne og som et normalt led i effektueringen af kundens ordre, eller handelen sker som et normalt led i værdipapirhandlerens funktion som market-maker i det pågældende værdipapir.

Stk. 4. Bestemmelserne i stk. 1 og 2 finder ikke anvendelse på transaktioner, der udføres af en suveræn stat, dens centralbank eller den, der handler på disses vegne, når transaktionerne sker som led i vedkommende stats pengepolitik, valutapolitik eller gældsforvaltningspolitik.

§ 36. Den, der er i besiddelse af intern viden, må ikke videregive denne viden til andre, medmindre videregivelsen er et normalt led i udøvelsen af vedkommendes beskæftigelse, erhverv eller funktion.

Stk. 2. Udstedere af værdipapirer, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs eller til handel på en autoriseret markedsplads, skal udarbejde interne regler med det formål at hindre, at intern viden er tilgængelig for andre end dem, der har et behov herfor. Tilsvarende regler skal udarbejdes af offentlige myndigheder og virksomheder, herunder værdipapirhandlere, advokater og revisorer, som i kraft af deres virksomhedsudøvelse regelmæssigt kommer i besiddelse af intern viden.

§ 37. En udsteder af værdipapirer, der er optaget til notering på en fondsbørs eller til handel på en autoriseret markedsplads, og dennes moderselskab skal udarbejde interne regler for bestyrelsesmedlemmers, direktørers og andre medarbejderes adgang til for egen eller tredjemands regning at handle

med de af udstederen udstedte børsnoterede værdipapirer og dertil knyttede finansielle kontrakter.

Stk. 2. Offentlige myndigheder og virksomheder, herunder værdipapirhandlere, advokater og revisorer, der i kraft af deres virksomhedsudøvelse regelmæssigt kommer i besiddelse af intern viden, skal udarbejde interne regler som foreskrevet i stk. 1. Er de i 1. pkt. nævnte virksomheder organiseret som interessentskaber, kommanditselskaber eller lignende, skal de interne regler tillige omfatte ejerne.

Stk. 3. Interne regler udstedt efter stk. 1 og 2 samt § 36, stk. 2, skal på forlangende udleveres til den enkelte fondsbørs eller autoriserede markedsplads og Finanstilsynet.

§ 38. Medvirker en værdipapirhandler ved handel med værdipapirer, skal den, der køber eller sælger værdipapirerne, identificere sig over for værdipapirhandleren. Identifikationen skal omfatte navn, adresse og CPR- eller SE-nummer eller anden lignende identifikation, hvis den pågældende ikke har et CPR- eller SE-nummer. Sker handelen på vegne af tredjemand, skal dette tillige oplyses.

Stk. 2. Værdipapirhandleren skal registrere de i stk. 1 nævnte oplysninger og opbevare oplysningerne i 5 år.

§ 39. Kursmanipulation eller forsøg herpå må ikke finde sted.

Stk. 2. Har en værdipapirhandler viden eller formodning om, at den, der ønsker at købe eller sælge værdipapirer, har foretaget kursmanipulation i forbindelse hermed, må værdipapirhandleren ikke medvirke til handelens gennemførelse.

Kapitel 11

Virksomhed som autoriseret markedsplads

§ 40. Ved virksomhed som autoriseret markedsplads forstås regelmæssig omsætning af værdipapirer som ikke er noterede på en fondsbørs (unoterede).

Stk. 2. Unoterede værdipapirer kan på en udsteders anmodning optages til handel på en autoriseret markedsplads, såfremt lovens betingelser er opfyldt, de pågældende unoterede værdipapirer er omfattet af den autoriserede markedsplads' formålsbestemmelse og den autoriserede markedsplads skønner, at handel med disse papirer har offentlig interesse.

Stk. 3. Vedtægterne for en autoriseret markedsplads skal i formålsbestemmelsen indeholde oplysninger om, hvilke typer af unoterede værdipapirer der kan omsættes.

§ 41. Bestyrelsen for en autoriseret markedsplads er ansvarlig for, at markedspladsens virksomhed foregår på en hensigtsmæssig og betryggende måde.

Stk. 2. Det påhviler den enkelte autoriserede markedsplads

- at sørge for, at de nødvendige værdipapirhandelssystemer og informationssystemer er til rådighed,
- at virke for, at handel finder sted på en måde, der sikrer, at handelen foregår på en redelig og gennemskuelig måde og inden for lovgivningens rammer sikrer alle berørte en ligelig behandling, og
- at påse, at udstedere og medlemmer af den autoriserede markedsplads overholder reglerne efter stk. 3.

Stk. 3. En autoriseret markedsplads skal fastsætte
- regler for optagelse af værdipapirer til handel på markedspladsen samt udstederes og aktionærers oplysningsforpligtelser,
- regler om vilkårene for at være medlem af markedspladsen og
- regler for indberetning af handel til løbende markedsovervågnings- og informationsformål.

Stk. 4. Hvis et medlem af den autoriserede markedsplads groft eller gentagne gange tilsidesætter vilkårene for at være medlem af markedspladsen, jf. stk. 3, nr. 2, kan den autoriserede markedsplads ophæve medlemskabet.

§ 42. En autoriseret markedsplads kan bestemme, at et unoteret værdipapir ikke længere skal handles på markedspladsen, såfremt denne finder, at det unoterede værdipapir ikke længere er i investorernes, låntagernes eller værdipapirmarkedets interesse.

Stk. 2. Mister en udsteder rådigheden over sit bo, kan dennes værdipapirer ikke længere handles.

Stk. 3. Fremsætter en udsteder, hvis unoterede værdipapirer handles på markedspladsen, anmodning om, at handelen skal ophøre, skal anmodningen tages til følge, medmindre den autoriserede markedsplads finder, at ophøret ikke er i investorernes, låntagernes eller værdipapirmarkedets interesse.

Stk. 4. Handelen med et unoteret værdipapir skal ophøre senest samtidig med, at værdipapiret optages til notering på en fondsbørs.

Stk. 5. Den autoriserede markedsplads skal fastsætte regler om de nærmere betingelser for ophør af handel med unoterede værdipapirer.

Kapitel 12

Prospekter ved første offentlige udbud af visse værdipapirer

§ 43. Dette kapitel finder anvendelse på første udbud til offentligheden af værdipapirer, som ikke ønskes optaget til notering på en fondsbørs.

Stk. 2. Reglerne i dette kapitel omfatter følgende værdipapirer:
1. Aktier og andre omsættelige værdipapirer, der kan sidestilles med disse,
2. obligationer med en løbetid på mindst 1 år og andre omsættelige værdipapirer, der kan sidestilles med disse, og
3. alle andre omsættelige værdipapirer, hvormed værdipapirer som nævnt under nr. 1 eller 2 kan erhverves ved tegning eller ombytning.

Stk. 3. Fondsrådet kan fastsætte regler om, at udbud af nærmere bestemte værdipapirer undtages fra denne lov.

§ 44. Ved udbud af værdipapirer skal der offentliggøres et prospekt, der skal være overskueligt og give et retvisende billede af udstederens aktiver og passiver, dennes økonomiske stilling, resultater samt forventede udvikling.

Stk. 2. Prospektet skal indeholde oplysninger om de rettigheder, der er knyttet til de udstedte værdipapirer.

Stk. 3. Et prospekt, der opfylder de krav, der i medfør af lovens kapitel 6 er fastsat til prospekter for værdipapirer, der ønskes optaget til notering på en fondsbørs, kan træde i stedet for et prospekt som nævnt i stk. 1. Prospektet skal inden bekendtgørelse godkendes af Fondsrådet, jf. § 45, stk. 2.

Stk. 4. Et prospekt, der opfylder kravene til prospekter for værdipapirer, som ønskes optaget til officiel notering på en fondsbørs i en anden medlemsstat inden for Den Europæiske Union efter bestemmelser i direktiv

nr. 80/390/EØF med senere ændringer, og som er godkendt af den kompetente myndighed i den pågældende medlemsstat, sidestilles med et prospekt som nævnt i stk. 1. Prospektet skal være affattet på et sprog godkendt af Fondsrådet. Prospektet skal inden bekendtgørelse, jf. § 45, stk. 2, forelægges Fondsrådet, der påser, at betingelserne efter 1. og 2. pkt. er opfyldt.

Stk. 5. Fondsrådet fastsætter regler om prospektets indhold.

§ 45. Prospekter som nævnt i § 44 skal indsendes til Fondsrådet.

Stk. 2. Fondsrådet påser, at prospekter som nævnt i § 44 opfylder forskrifterne i dette kapitel og bestemmelser fastsat i medfør heraf.

Stk. 3. Modtagelse af prospekter som nævnt i § 44 registreres i og offentliggøres af Erhvervs- og Selskabsstyrelsen.

Stk. 4. Fondsrådet fastsætter regler om betaling af gebyrer for behandling af prospekter.

Stk. 5. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen fastsætter regler om offentliggørelse af modtagelse af prospekter omfattet af dette kapitel og om betaling af gebyrer for offentliggørelsen.

§ 46. Udbud til offentligheden må ikke finde sted, før prospektet er offentliggjort efter de regler, som er fastsat i medfør af § 45, stk. 5.

Stk. 2. Fondsrådet kan fastsætte regler om det nærmere indhold af udbudsmateriale.

Kapitel 13

Værdipapirmæglere

§ 47. Ved værdipapirmæglervirksomhed forstås regelmæssig drift af et marked, hvor der mellem værdipapirhandlere samt Danmarks Nationalbank sammenføres bud og udbud om køb og salg af værdipapirer, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs.

Stk. 2. Fondsrådet kan efter indstilling fra den fondsbørs, hvor det pågældende værdipapir er noteret eller handlet, tillade, at der etableres værdipapirmæglervirksomhed, og kan i forbindelse hermed fastsætte de nærmere vilkår for værdipapirmægleres virksomhed.

Kapitel 14

Pengemarkedsmæglere

§ 48. Ved pengemarkedsmæglervirksomhed forstås regelmæssig drift af et marked, hvor der mellem deltagerne på pengemarkedet handles eller udveksles

1. ind- og udlån,
2. pengemarkedsrelaterede værdipapirer, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs, og
3. andre pengemarkedsrelaterede værdipapirer.

Stk. 2. Udbud og bud om køb og salg af de i stk. 1, nr. 2, omfattede værdipapirer mellem værdipapirhandlere samt Danmarks Nationalbank kan kun regelmæssigt sammenføres af fondsbørser og pengemarkedsmæglere.

Stk. 3. Fondsrådet kan fastsætte bestemmelser for pengemarkedsmægleres drift af markeder for pengemarkedsrelaterede værdipapirer, der er

optaget til notering eller handel på en fondsbørs. Fondsrådet kan bestemme, at en pengemarkedsmægler må udøve virksomhed som værdipapirmægler.

§ 49. En pengemarkedsmægler skal drive sin virksomhed på en redelig og gennemskuelig måde og sikre alle berørte en ligelig behandling inden for lovgivningens rammer.

Afsnit III

Clearing og afvikling

Kapitel 15

Clearingvirksomhed

§ 50. Ved clearing forstås opgørelse af forpligtelser og rettigheder ved en aftalt udveksling af ydelser i forbindelse med transaktioner med værdipapirer.

Stk. 2. Ved afvikling forstås udveksling af ydelser til opfyldelse af parternes forpligtelser i forbindelse med transaktioner med værdipapirer.

Stk. 3. Ved clearingvirksomhed forstås regelmæssig virksomhed, som består i på clearingdeltagernes vegne at gennemføre clearing, afvikling eller clearing og afvikling af transaktioner med værdipapirer, herunder at indtræde som part i transaktionerne eller på anden måde sikre transaktionernes gennemførelse. Finanstilsynet afgør i tvivlstilfælde, om der foreligger clearingvirksomhed.

Stk. 4. Ved en clearingdeltager forstås en part, der har indgået en aftale med en clearingcentral om regelmæssigt at deltage i clearing, afvikling eller clearing og afvikling.

§ 51. Clearingvirksomhed må alene drives af clearingcentraler og Danmarks Nationalbank.

Stk. 2. Bestemmelserne i kapitlerne 16-18 med undtagelse af § 54, stk. 2, og §§ 55 og 56 finder ikke anvendelse for Danmarks Nationalbank.

§ 52. Bestyrelsen for en clearingcentral er ansvarlig for, at centralens virksomhed foregår på en hensigtsmæssig og betryggende måde. Det påhviler den enkelte clearingcentral at fastsætte regler for clearing og afvikling og sikre alle berørte ligelig behandling. Vilkår for clearingcentralers betalingsafvikling i Danmarks Nationalbank er ikke omfattet af 2. pkt.

Stk. 2. En clearingcentral kan fastsætte nærmere regler om de værdipapirer, der kan cleares, afvikles eller cleares og afvikles i centralen.

§ 53. En clearingcentral kan føre kontantkonti for clearingdeltagerne og foranstalte långivning og låntagning af penge og værdipapirer i forbindelse med clearing, afvikling eller clearing og afvikling af værdipapirtransaktioner. Nærmere regler herom fastsættes i en tilslutningsaftale, jf. § 54.

Stk. 2. En clearingcentral kan drive accessorisk virksomhed. Finanstilsynet kan beslutte, at den accessoriske virksomhed skal udøves i et andet selskab.

Stk. 3. Hvis en clearingcentral tillige driver børsvirksomhed, finder bestemmelserne i § 16, stk. 3 og 4, §§ 18-20, samt kapitlerne 6-10 anvendelse på selskabets virksomhed. Regler udstedt i medfør af § 19, stk. 1 og 2, og kapitlerne 6-10 finder tilsvarende anvendelse.

Stk. 4. Hvis en clearingcentral tillige driver virksomhed som værdipapircentral, finder bestemmelserne i § 8, stk. 3, § 60, §§ 62-82 og §§ 90 og 91 anvendelse på selskabets virksomhed.

Stk. 5. Hvis en clearingcentral tillige driver virksomhed som autoriseret markedsplads, finder bestemmelserne i kapitel 11 anvendelse på selskabets virksomhed.

Stk. 6. Hvis en clearingcentral tillige driver værdipapirmæglervirksomhed, finder bestemmelserne i kapitel 13 anvendelse.

Kapitel 16

Tilslutning til en clearingcentral

§ 54. En clearingdeltager skal indgå en tilslutningsaftale med clearingcentralen. Tilslutningen kan ske med henblik på at cleare og afvikle egne, tredjemands eller egne og tredjemands transaktioner med værdipapirer.

Stk. 2. Alene værdipapirhandlere, clearingcentraler og Danmarks Nationalbank kan cleare og afvikle transaktioner på vegne af tredjemand.

Stk. 3. Værdipapirhandlere har adgang til at indgå tilslutningsaftale med clearingcentralen, såfremt de opfylder betingelserne i stk. 4. Clearingcentralen kan bestemme, at andre kan få adgang til at indgå tilslutningsaftale.

Stk. 4. Clearingcentralen fastsætter reglerne for tilslutningen som clearingdeltager, herunder de betingelser, som clearingdeltagere skal opfylde for at deltage i clearing og afvikling af egne, tredjemands eller egne og tredjemands transaktioner.

Stk. 5. Hvis en clearingdeltager groft eller gentagne gange tilsidesætter vilkårene for tilslutning, kan clearingcentralen ophæve tilslutningsaftalen.

Kapitel 17

Risikoafdækning

§ 55. Yder en clearingcentral, clearingdeltager eller Danmarks Nationalbank lån i forbindelse med afvikling af en værdipapirhandel i en clearingcentral, kan det forinden være aftalt med låntager, at de af låntagerens fondsaktiver, der opbevares på et i aftalen angivet depot i en værdipapircentral, kan tjene til pant for indfrielsen af lånet.

Stk. 2. Er aftalen registreret i en værdipapircentral, og konstateres der i forbindelse med en afvikling behov for at udnytte retten til pant, kan långiveren i umiddelbar tilknytning til afviklingens gennemførelse anmelde panteret i de pågældende fondsaktiver, jf. stk. 1, over for værdipapircentralen med henblik på registrering. Alene ved en sådan registrering opnås beskyttelse mod retsforfølgning og aftaleerhververe efter reglerne i kapitel 22.

Stk. 3. Har en clearingcentral eller en clearingdeltager betalt for en andens erhvervelse af fondsaktiver, som afvikles gennem en clearingcentral, kan der i en værdipapircentral til sikkerhed for betalerens krav mod erhververen registreres pant i den del af de erhvervede fondsaktiver, som samtidig registreres på erhververens konto i værdipapircentralen, og som ikke efter aftale med betaleren er videreoverdraget ved salg afviklet på samme tidspunkt som erhvervelsen. Ved registreringen af panteretten opnås beskyttelse mod retsforfølgning og aftaleerhververe efter reglerne i kapitel 22.

Stk. 4. Finanstilsynet fastsætter nærmere regler om, inden for hvilke tidsfrister retten til pant efter stk. 2 og 3 skal gøres gældende. Registrering af panteretten slettes uden meddelelse efter § 68, såfremt retten ikke er gjort gældende inden fristens udløb.

§ 56. Fondsaktiver, hvori der er registreret pant i henhold til § 55, stk. 2 eller 3, kan, hvis der er indgået en forudgående aftale herom, eller hvis handlen er indgået mellem en værdipapirhandler og en værdipapirhandler eller en institutionel investor eller en tilsvarende professionel investor, realiseres straks efter udløbet af den af Finanstilsynet i medfør af § 55, stk. 4, fastsatte frist, såfremt låntageren ikke forinden har opfyldt sine forpligtelser.

Stk. 2. Værdipapirer, der er stillet til sikkerhed over for en clearingcentral eller en clearingdeltager til opfyldelse af clearingcentralens regler om sikkerhedsstillelse, kan realiseres straks, hvis der er indgået en forudgående aftale herom, og der foreligger en misligholdelse af clearingcentralens regler om sikkerhedsstillelse.

Kapitel 18

Netting

§ 57. En aftale mellem to eller flere parter om, at samtlige anmeldte fordringer, der har tilknytning til en clearingcentrals eller Danmarks Nationalbanks udøvelse af clearingvirksomhed, jf. § 50, stk. 3, eller forbindelse til et betalingssystem, der afvikles over konti i Danmarks Nationalbank, skal afregnes mod hinanden (nettes), kan med retsvirkning over for boet og kreditorerne tillige indeholde en bestemmelse om, at de pågældende fordringer skal slutafregnes eller føres tilbage i deres helhed, såfremt en af parterne erklæres konkurs, eller der anmeldes betalingsstandsning eller åbnes tvangsakkord. En sådan aftale skal dog for at have retsvirkning over for boet og kreditorerne inden konkursen, anmeldelsen af betalingsstandsning eller åbningen af tvangsakkord være indsendt til Finanstilsynet og indeholde objektive betingelser for, i hvilke tilfælde anmeldte, men endnu ikke opfyldte fordringer enten

1. opfyldes i overensstemmelse med nettingaftalen eller
2. tilbageføres i deres helhed.

Stk. 2. Finanstilsynet kan godkende, at aftaler om netting med udenlandske clearingcentraler eller tilsvarende udenlandske virksomheder får retsvirkning i henhold til stk. 1.

Stk. 3. Finanstilsynet udfærdiger en liste over, på hvilke clearing- og afviklingssystemer netting med retsvirkning i henhold til bestemmelserne i stk. 1 og 2 kan finde anvendelse. Listen offentliggøres ved bekendtgørelse.

Stk. 4. Sikkerhedsstillelse i form af marginindbetalinger for fordringer, jf. stk. 1 eller 2, kan ikke omstødes efter konkurslovens § 70, stk. 1, uanset om betalingen erlægges i kontanter, værdipapirer eller på anden måde. Omstødelse kan dog ske, såfremt

1. sikkerheden ikke er stillet uden unødig ophold, efter at mangelen på sikkerhed er opstået, eller
2. sikkerheden er stillet under sådanne omstændigheder, at den ikke fremstår som ordinær.

§ 58. En aftale mellem to parter om, at samtlige deres indbyrdes fordringer, som er opstået i forbindelse med handel med valuta og handel med værdipa-

pirer omfattet af denne lov, skal afregnes mod hinanden løbende eller ved en parts misligholdelse af sine aftalemæssige forpligtelser (nettes), kan med retsvirkning over for boet og kreditorerne tillige indeholde en bestemmelse om, at de pågældende fordringer skal slutafregnes, såfremt en af parterne erklæres konkurs, eller der anmeldes betalingsstandsning, eller åbnes tvangsakkord, eller afgår ved døden.

Afsnit IV

Registrering

Kapitel 19

Udstedelse og registrering af dematerialiserede værdipapirer

§ 59. Værdipapirer kan udstedes og overdrages i papirløs form (dematerialiseret).

Stk. 2. Ved fondsaktiver forstås i denne lov omsættelige dematerialiserede værdipapirer, der er registreret i en værdipapircentral.

Stk. 3. Ved registrering forstås udstedelse af fondsaktiver gennem en værdipapircentral og indskrivning af rettigheder over disse i et register i værdipapircentralen. Et enkelt fondsaktiv kan kun udstedes gennem én værdipapircentral.

Stk. 4. En værdipapircentrals bestyrelse kan træffe beslutning om, at andre værdipapirer end de af stk. 2 omfattede værdipapirer ligeledes kan registreres som fondsaktiver i den pågældende værdipapircentral.

Stk. 5. Ved registreringsvirksomhed forstås regelmæssig virksomhed, der består i at registrere fondsaktiver. Finanstilsynet afgør i tvivlstilfælde, om der foreligger registreringsvirksomhed.

Stk. 6. Regler om en værdipapircentrals virksomhed fastsættes i selskabets vedtægter, der godkendes af Finanstilsynet.

Kapitel 20

Registreringsvirksomhed

§ 60. En værdipapircentrals bestyrelse er ansvarlig for, at centralens virksomhed foregår på en betryggende og hensigtsmæssig måde. Det påhviler den enkelte værdipapircentral at fastsætte regler om registrering af værdipapirer som fondsaktiver og om, hvilke værdipapirer der kan optages til registrering i centralen som fondsaktiver. Disse regler skal sikre alle berørte en ligelig behandling og skal godkendes af Finanstilsynet.

Stk. 2. En værdipapircentral må ikke afgive oplysninger vedrørende det registrerede til andre end de efter kapitel 21 tilsluttede virksomheder.

Stk. 3. Erhvervsministeren kan bestemme, at en værdipapircentral i et nærmere bestemt omfang skal afgive oplysninger om det registrerede til en offentlig myndighed.

Stk. 4. En værdipapircentrals bestyrelse, revisorer samt direktører og øvrige ansatte må ikke uberettiget røbe, hvad de under udøvelsen af deres stilling eller hverv har fået kundskab om.

§ 61. En værdipapircentral kan drive accessorisk virksomhed. Finanstilsynet kan beslutte, at den accessoriske virksomhed skal udøves i et andet selskab.

Stk. 2. Hvis en værdipapircentral tillige driver clearingvirksomhed, finder bestemmelserne i § 52, § 53, stk. 1, samt §§ 54-58 anvendelse på selskabets virksomhed. Regler udstedt i medfør af § 55, stk. 4, finder tilsvarende anvendelse.

Stk. 3. Hvis en værdipapircentral tillige driver børsvirksomhed, finder bestemmelserne i § 13, stk. 1-3, § 16, stk. 3 og 4, og §§ 18-20 samt kapitlerne 6-10 anvendelse på selskabets virksomhed. Regler udstedt i medfør af § 19, stk. 1 og 2, og kapitlerne 6-10 finder tilsvarende anvendelse.

Stk. 4. Hvis en værdipapircentral tillige driver virksomhed som autoriseret markedsplads, finder bestemmelserne i kapitel 11 anvendelse på selskabets virksomhed.

Kapitel 21

Tilslutning til en værdipapircentral

§ 62. Ret til at foretage indrapportering til registrering i en værdipapircentral på dennes vegne og med retsvirkning i henhold til §§ 66-75 (kontoførende institutter) tilkommer ud over den pågældende værdipapircentral:

1. Danmarks Nationalbank og Kongeriget Danmarks Hypotekbank og Finansforvaltning,
2. banker, sparekasser og andelskasser (pengeinstitutter),
3. kreditinstitutter med særlig tilladelse,
4. fondsmæglerselskaber, der har tilladelse til at føre depoter,
5. realkreditinstitutter,
6. virksomheder, der drives i fællesskab af virksomheder, som omfattes af nr. 2-5, og som har til formål at forvalte værdipapirer, 7) obligationsudstedende institutter, for så vidt angår fondsaktiver, der er udstedt af det pågældende institut, samt
7. clearingcentraler.

Stk. 2. Ret til at indhente oplysninger om egne konti direkte i en værdipapircentral og overføre meddelelser om salg gennem værdipapircentralen til de kontoførende institutter eller en clearingcentral samt foretage anmeldelser om registrering på egne konti direkte til en værdipapircentral tilkommer storkunder.

§ 63. Udenlandske værdipapircentraler og depotsteder, som er under offentligt tilsyn (udlandscentraler), og danske værdipapircentraler kan efter Finanstilsynets godkendelse foretage indrapportering til registrering i en værdipapircentral på dennes vegne og med retsvirkning i henhold til §§ 66-75.

Stk. 2. En værdipapircentral kan efter Finanstilsynets godkendelse foretage registreringer i udlandscentraler og i danske værdipapircentraler.

§ 64. De af § 62, stk. 1, og § 63 omfattede virksomheder skal indgå en tilslutningsaftale med en værdipapircentral som betingelse for, at de kan opnå adgang til at indrapportere til registrering i den pågældende central.

Stk. 2. De af § 62, stk. 2, omfattede storkunder skal indgå en tilslutningsaftale med en værdipapircentral som betingelse for, at de kan opnå adgang til at indhente oplysninger om egne konti, overføre meddelelser om salg og

foretage anmeldelser om registreringer på egne konti direkte i den pågældende central.

§ 65. Finanstilsynet fastsætter regler om grundlaget for og fremgangsmåden ved registrering og om godkendelse af personer, der som ansatte i en værdipapircentral eller et kontoførende institut kan udføre de med registreringen forbundne opgaver.

Stk. 2. Finanstilsynet kan fastsætte nærmere regler om registrering af begrænsede rettigheder over fondsaktiver samt regler om værdipapircentralers eller kontoførende institutters adgang til at opkræve gebyrer for forvaltning af fondsaktiver og for registreringer vedrørende disse.

Kapitel 22

Retsvirkninger af registrering m.v.

§ 66. Rettigheder over fondsaktiver skal registreres i en værdipapircentral for at opnå beskyttelse mod retsforfølgning og aftaleerhververe.

Stk. 2. Den aftale eller retsforfølgning, der skal kunne fortrænge en ikke registreret ret, skal selv være registreret, og en erhverver ifølge aftale skal være i god tro ved anmeldelsen til det kontoførende institut.

Stk. 3. Registreringens retsvirkninger regnes fra tidspunktet for den endelige prøvelse i værdipapircentralen.

Stk. 4. Et kontoførende institut har pligt til uden ophold at indrapportere modtagne anmeldelser til registrering i en værdipapircentral.

§ 67. Såfremt det kontoførende institut er i tvivl med hensyn til faktiske eller retlige forhold af betydning for registreringen eller nogen over for dette gør gældende, at den påtænkte registrering vil krænke den pågældendes rettigheder, skal instituttet foretage indrapportering til foreløbig registrering. Den pågældende værdipapircentral træffer herefter beslutning om, hvorledes den endelige registrering kan ske.

§ 68. Der gives meddelelse om registreringen til den eller de efter registeret berettigede og til anmelderen. Der gives meddelelse om eventuelle hindringer for registreringen. Ved ændring eller udslettelse gives så vidt muligt meddelelse til den efter registeret berettigede.

Stk. 2. Meddelelse gives af værdipapircentralen eller på dennes vegne af det kontoførende institut efter aftale med værdipapircentralen.

Stk. 3. De efter registeret berettigede og anmeldere kan i overensstemmelse med værdipapircentralens regler, der skal godkendes af Finanstilsynet, vælge, at meddelelser i forbindelse med ændringer i det registrerede skal gives periodisk, og kan ligeledes fravælge meddelelser om ændringer helt eller delvis. Valg og fravalg registreres på den enkelte konto.

Stk. 4. En værdipapircentral kan efter anmodning fra det kontoførende institut beslutte, at der ikke skal udsendes meddelelser om ændringer i det registrerede, når oplysningerne forinden er tilgået rettighedshaver.

Stk. 5. Afgivelse af meddelelse efter stk. 1-4 skal ske i overensstemmelse med en værdipapircentrals regler herom. Disse regler skal godkendes af Finanstilsynet.

§ 69. Når registreringen af en aftale om rettigheder over fondsaktiver er endeligt gennemført i en værdipapircentral, kan en godtroende erhverver ifølge registreret aftale ikke mødes med nogen indsigelse mod gyldigheden af

aftalen. Dog bevares den indsigelse, at aftalen er ugyldig som følge af falsk eller voldelig tvang.

§ 70. §§ 15-18 i lov om gældsbreve finder tilsvarende anvendelse over for skyldneren ifølge fondsaktiver, som svarer til omsætningsgældsbreve, således at endelig registrering i en værdipapircentral træder i stedet for ihændehavelse af gældsbrevet.

§ 71. En værdipapircentral skal fastsætte regler om udbetaling.

Stk. 2. Betaler en værdipapircentral på udsteders vegne i god tro til den, som ifølge registeret er berettiget til at modtage betalingen, frigøres værdipapircentralen, selv om den pågældende manglede ret til at modtage betalingen eller var umyndig. Dette gælder dog ikke, såfremt den efter registeret berettigede støtter sin ret på en aftale, som er ugyldig som følge af falsk eller voldelig tvang.

§ 72. Adkomsten til et fondsaktiv kan af sælgeren, når denne er et kontoførende institut, gøres betinget af købesummens betaling inden en nærmere af Finanstilsynet fastsat frist. Betalingsforbeholdet bortfalder uden udsendelse af meddelelse efter § 68, såfremt overdrageren ikke gør sit forbehold gældende inden udløbet af den i 1. pkt. nævnte frist.

Stk. 2. Hvis kontohaver fører kontoen på vegne af en eller flere ejere, skal dette registreres på kontoen.

§ 73. Krav på betaling i henhold til fondsaktiver forældes efter lovgivningens almindelige regler.

§ 74. Såfremt det kontoførende institut bliver opmærksom på fejl i det registrerede, anmoder det den pågældende værdipapircentral om at ændre registreringen. Forinden ændringen foretages, skal den eller de efter registeret berettigede have lejlighed til at udtale sig.

§ 75. En værdipapircentral kan udslette rettigheder, der åbenbart er ophørt.

Stk. 2. Såfremt der på en konto i en værdipapircentral er registreret rettigheder, der må antages at have mistet deres betydning, eller rettigheder, som er over 20 år gamle, og som sandsynligvis er ophørt, eller hvortil der efter al sandsynlighed ikke findes nogen berettiget, kan den pågældende værdipapircentral ved bekendtgørelse i Statstidende med et varsel af tre måneder indkalde mulige indehavere af de pågældende rettigheder. Endvidere skal den eller de, der i registeret er angivet som berettiget, særskilt underrettes ved anbefalet brev. Melder der sig ingen inden fristens udløb, skal værdipapircentralen udslette rettigheden.

Stk. 3. Finanstilsynet kan fastsætte regler til gennemførelse af stk. 2.

Kapitel 23

Kontoudskrifter

§ 76. Der udfærdiges periodiske kontoudskrifter til ejere af fondsaktiver. Kontoudskriften angiver de fondsaktiver, for hvilke de pågældende er registreret som ejere på datoen for udskriften. Tilsvarende udfærdiges udskrifter til indehavere af begrænsede rettigheder over registrerede fondsaktiver.

Stk. 2. På enhver konto skal registreres det kontoførende institut. Det kontoførende institut har adgang til på den pågældende værdipapircentrals vegne at udfærdige udskrift af kontoen. Udskrifter skal udfærdiges til en efter registeret berettiget, såfremt denne anmoder herom.

Stk. 3. Finanstilsynet fastsætter nærmere regler om udfærdigelse af kontoudskrifter efter stk. 1 og om kontoudskriftens indhold.

Kapitel 24

Klage og erstatning

§ 77. Klage over en afgørelse om registrering, ændring eller udslettelse af rettigheder i en værdipapircentral kan indbringes for Klagenævnet for Værdipapircentraler. Dette gælder dog ikke erstatningskrav.

Stk. 2. Klagenævnet varetages af en eller flere personer, der udnævnes af erhvervsministeren, og som skal opfylde betingelserne for at blive udnævnt til dommer. Erhvervsministeren udnævner tillige stedfortrædere.

Stk. 3. Klage i henhold til stk. 1 indgives til Klagenævnet senest 6 uger efter, at registreringen i den pågældende værdipapircentral er sket. Klagenævnet har til brug for klagens behandling adgang til alle oplysninger vedrørende sagen i værdipapircentralen og i det kontoførende institut. Klagenævnet træffer en begrundet afgørelse, som tilstilles parterne.

Stk. 4. Klagenævnet kan i særlige tilfælde behandle klager, der indgives efter udløbet af klagefristen i stk. 3.

Stk. 5. Klagenævnet kan afvise at behandle klager, der skønnes åbenbart grundløse.

Stk. 6. Klagenævnet er i sin virksomhed uafhængig af instruktioner om den enkelte sags behandling og afgørelse.

Stk. 7. De nærmere regler for Klagenævnets virksomhed fastsættes af Finanstilsynet. Der kan fastsættes regler om betaling af gebyr for klagebehandlingen og om offentliggørelse af Klagenævnets afgørelser.

§ 78. Klage efter § 77 kan indgives af

1. enhver, der har en rimelig interesse heri,
2. et kontoførende institut, såfremt det vil anfægte en værdipapircentrals afgørelse i henhold til §§ 67, 74 og 75, og
3. en værdipapircentral, såfremt den ønsker at anfægte et kontoførende instituts indrapportering til registrering.

§ 79. De af Klagenævnet trufne afgørelser kan senest 2 uger efter, at afgørelsen er meddelt vedkommende, indbringes for Østre Landsret. Indbringelsen sker ved indgivelse af kæreskrift til Klagenævnet. Reglerne om kæremål i borgerlige sager finder med de fornødne tillempelser anvendelse på indbringelsen for og behandlingen ved landsretten.

Stk. 2. Sager, der efter §§ 77 og 78 kan indbringes for Klagenævnet, kan kun indbringes for domstolene efter stk. 1.

Stk. 3. Landsrettens afgørelser kan ikke kæres. Procesbevillingsnævnet kan dog give tilladelse til kære til Højesteret, hvis kæren vedrører spørgsmål af principiel karakter. Retsplejelovens § 392, stk. 2, finder tilsvarende anvendelse.

§ 80. En værdipapircentral er erstatningspligtig for tab som følge af fejl i forbindelse med registrering, ændring eller udslettelse af rettigheder på konti i den pågældende værdipapircentral eller udbetalinger herfra, selv om fejlen er hændelig. Kan fejlen henføres til et kontoførende institut, påhviler erstatningspligten dog dette, jf. § 81.

Stk. 2. Den rettighedshaver, der som følge af bestemmelsen i § 69, 2. pkt., ikke erhverver eller mister sin ret over fondsaktiver, kan kræve det lidte tab erstattet af den pågældende værdipapircentral.

Stk. 3. Har skadelidte forsætligt eller uagtsomt medvirket til fejlen, kan erstatningen nedsættes eller bortfalde.

Stk. 4. Den samlede erstatning efter stk. 1 for tab, der er en følge af samme fejl, kan ikke overstige 500 mio. kr.

§ 81. Et kontoførende institut er erstatningspligtig for tab som følge af egne fejl i forbindelse med indrapportering til registrering, ændring eller udslettelse af rettigheder på konti i en værdipapircentral eller udbetalinger herfra, selv om fejlen er hændelig.

Stk. 2. Har skadelidte forsætligt eller uagtsomt medvirket til fejlen, kan erstatningen nedsættes eller bortfalde.

Stk. 3. Den samlede erstatning efter stk. 1 for tab, der er en følge af samme fejl, kan ikke overstige 500 mio. kr.

Stk. 4. Er et dansk kontoførende institut ikke i stand til at udrede en erstatning efter stk. 1, hæfter de øvrige danske kontoførende institutter, som har indgået tilslutningsaftale med den pågældende værdipapircentral, for det manglende beløb op til 500 mio. kr. pr. fejl.

Stk. 5. De danske kontoførende institutter skal indgå en indbyrdes aftale om fordeling og udbetaling af beløb efter stk. 4. Aftalen skal godkendes af Finanstilsynet.

Stk. 6. Udenlandske kontoførende institutter kan tilslutte sig ordningen i stk. 4 og 5.

§ 82. En værdipapircentrals samlede kapitalberedskab skal til enhver tid udgøre mindst 1 mia. kr. i form af hæftelser.

Stk. 2. Kontoførende institutter skal ved tilslutningsaftalen forpligte sig til i nærmere bestemt omfang at bidrage til værdipapircentralens samlede kapitalberedskab.

Stk. 3. De nærmere regler om hæftelsen over for en værdipapircentral fastsættes i dennes vedtægter.

Afsnit V

Fondsråd og tilsyn m.v.

Kapitel 25

Fondsrådet

§ 83. Fondsrådet skal virke for et velfungerende dansk værdipapirmarked, som har en sådan effektivitet, gennemskuelighed og konkurrencedygtighed, at det er attraktivt for udstedere, investorer og værdipapirhandlere, og som lever op til internationale standarder.

Stk. 2. Fondsrådet, der er et uafhængigt, kollegialt råd, består af 11 medlemmer med henholdsvis økonomisk eller juridisk indsigt og indsigt i værdipapirmarkedet. Et medlem af Fondsrådet og suppleanten for et medlem må ikke samtidig være medlem af ledelsen for en fondsbørs, en autoriseret markedsplads, en clearingcentral, en værdipapircentral, en autoriseret pengemarkedsmægler eller en værdipapirmægler.

Stk. 3. Formanden og næstformanden skal repræsentere generelle samfundsmæssige interesser. Formanden skal have økonomisk-erhvervsmæssig sagkundskab, mens næstformanden skal have juridisk-erhvervsmæssig sagkundskab. Danmarks Nationalbank indstiller ét medlem, Rådet for Dansk Forsikring og Pension og Foreningen af Firmapensionskasser indstiller 2 medlemmer i fællesskab, og ATP og LD indstiller ét medlem i fællesskab. Børsmæglerforeningen indstiller 2 medlemmer. Finansrådet og Investeringsforeningsrådet indstiller ét medlem i fællesskab. Realkreditrådet indstiller ét medlem, og Dansk Industri, Danmarks Rederiforening og Det Danske Handelskammer indstiller ét medlem i fællesskab.

Stk. 4. Fondsrådet træffer afgørelse med simpelt flertal.

Stk. 5. Erhvervsministeren godkender Fondsrådets forretningsorden, der offentliggøres ved bekendtgørelse.

Stk. 6. Regler udstedt i medfør af § 19, stk. 1 og 2, § 33, stk. 4, § 41, stk. 3, § 42, stk. 5, § 52, stk. 1 og 2, og § 54, stk. 4, samt ændringer heri skal anmeldes til Fondsrådet.

Stk. 7. Fondsrådet kan give fondsbørser, autoriserede markedspladser og clearingcentraler pålæg om at ændre de efter stk. 6 omfattede regler eller fastsætte supplerende regler for disse områder.

Kapitel 26

Tilsyn

§ 84. Fondsrådet og Finanstilsynet påser overholdelsen af denne lov og de regler, der er udstedt i medfør af loven, undtagen § 12, stk. 2 og 4. Finanstilsynet virker derudover som sekretariat for Fondsrådet og optræder på dettes vegne i den forbindelse.

Stk. 2. Økonomiministeren kan tillade, at Finanstilsynet eller Fondsrådet i særlige tilfælde anvender fremmed bistand ved undersøgelser af aktieselskaber omfattet af § 7, en værdipapirhandler eller et kontoførende institut.

Stk. 3. § 50, stk. 4, og §§ 50 b og 51 i lov om banker og sparekasser m.v. finder tilsvarende anvendelse på Finanstilsynets og Fondsrådets tilsyn efter denne lov.

Stk. 4. Finanstilsynet og Fondsrådet afgiver en årlig beretning til økonomiministeren om deres virksomhed efter denne lov. Finanstilsynet udarbejder årligt en liste over regulerede markeder, dvs. fondsbørser og autoriserede markedspladser, til opfyldelse af artikel 16 i Rådets direktiv nr. 93/22/EØF af 10. maj 1993 om investeringsservice i forbindelse med værdipapirer.

§ 85. Udgifterne ved Finanstilsynets og Fondsrådets virke i henhold til denne lov afholdes af værdipapirhandlere, fondsbørser, clearingcentraler, værdipapircentraler, kontoførende institutter, autoriserede markedspladser, autoriserede pengemarkedsmæglere og værdipapirmæglere efter regler fastsat af erhvervsministeren. Bidrag tillægges udpantningsret.

§ 86. Finanstilsynet fører tilsyn med, at værdipapirhandleres, fondsbørsers, clearingcentralers, værdipapircentralers, kontoførende institutters, autoriserede markedspladsers, pengemarkedsmægleres og værdipapirmægleres virksomhed, herunder at deres regler, forretningsgange, kontrol- og sikkerhedsforanstaltninger, også vedrørende anvendelsen af edb, er betryggende og i overensstemmelse med denne lov og bestemmelser fastsat i medfør heraf.

§ 87. Finanstilsynet kan pålægge bestyrelse, direktion og revision for værdipapirhandlere, fondsbørser, clearingcentraler, værdipapircentraler, kontoførende institutter, autoriserede markedspladser, pengemarkedsmæglere, værdipapirmæglere og udstedere at give de oplysninger, der er nødvendige for Finanstilsynets virksomhed, jf. dog § 60, stk. 2-4.

Stk. 2. Finanstilsynet kan kræve alle oplysninger, herunder regnskaber, regnskabsmaterialer, udskrift af bøger, andre forretningspapirer og elektronisk lagrede data, som skønnes nødvendige for Finanstilsynets virksomhed eller til afgørelse af, om en fysisk eller juridisk person er omfattet af lovens bestemmelser.

Stk. 3. Finanstilsynet kan pålægge de i stk. 1 nævnte selskaber at indberette visse oplysninger i elektronisk form.

Stk. 4. På begæring af den kompetente myndighed i et andet land inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået en samarbejdsaftale med, eller i et andet land, som Finanstilsynet har indgået samarbejdsaftale med, kan Finanstilsynet indhente oplysninger fra fysiske eller juridiske personer, der må formodes at have undladt at opfylde oplysningspligten i Rådets direktiv nr. 88/627/EØF af 12. december 1988 om offentliggørelse af oplysninger ved erhvervelse og afhændelse af en betydelig andel i et børsnoteret selskab. Det samme gælder, hvis der er grundlag for at formode, at nogen har handlet på baggrund af interne oplysninger eller videregivet sådanne, herunder overtrædelse af Rådets direktiv 89/592/EØF af 13. november 1989 om samordning af retsforskrifterne vedrørende insiderhandel.

Stk. 5. Finanstilsynet kan indhente oplysninger herunder i elektronisk form fra offentlige myndigheder.

Stk. 6. Finanstilsynet kan til enhver tid mod behørig legitimation og uden retskendelse aflægge kontrolbesøg på forretningsstedet for en værdipapirhandler, en fondsbørs, en clearingcentral, en værdipapircentral, et kontoførende institut, en autoriseret markedsplads, en pengemarkedsmægler samt en værdipapirmægler.

§ 88. Afgørelser truffet af Finanstilsynet eller Fondsrådet i henhold til denne lov eller efter regler udstedt i medfør af loven kan indbringes for Erhvervsministeriets Erhvervsankenævn senest 4 uger efter, at afgørelsen er meddelt den pågældende. Bestemmelsen i 1. pkt. omfatter ikke afgørelser efter stk. 2 eller § 87.

Stk. 2. Fondsbørsers, autoriserede markedspladsers, clearingcentralers eller værdipapircentralers beslutninger i sager af vidtrækkende eller principiel betydning kan indbringes for Fondsrådet senest 4 uger efter, at afgørelsen er meddelt den pågældende. Indbringelsen kan tillægges opsættende virkning.

Stk. 3. Erhvervsministeriets Erhvervsankenævns afgørelser eller afgørelser, Fondsrådet træffer efter stk. 2, kan ved et sagsanlæg senest 8 uger efter, at afgørelsen er meddelt den pågældende, indbringes for domstolene.

Stk. 4. Afgørelser vedrørende registrering, ændring eller udslettelse af rettigheder i en værdipapircentral truffet af en værdipapircentral og afgørelser truffet af Klagenævnet for Værdipapircentraler er ikke omfattet af stk. 1-3.

§ 89. Finanstilsynet kan fastsætte regler om, at værdipapirhandlere, fondsbørser, clearingcentraler, værdipapircentraler, kontoførende institutter, autoriserede markedspladser, pengemarkedsmæglere og værdipapirmæglere skal udarbejde oplysninger til brug for offentligheden til statistiske formål.

Stk. 2. Danmarks Statistik kan tillige fastsætte regler som nævnt i stk. 1.

§ 90. Såfremt Finanstilsynet finder, at en værdipapircentral eller et kontoførende institut ikke overholder bestemmelserne i denne lov, med undtagelse af § 60, stk. 2-4, eller værdipapircentralens vedtægter eller regler udstedt i medfør af denne lov, meddeler tilsynet den pågældende værdipapircentral eller det pågældende institut pålæg om de foranstaltninger, der skal foretages.

§ 91. Registertilsynet fører tilsyn med, at der ikke sker overtrædelse af lov om private registre m.v., af bestemmelser, der er fastsat i medfør heraf, eller af § 60, stk. 2-4. Tilsynet påser herunder af egen drift eller efter klage fra en registreret, at en værdipapircentral anvendes i overensstemmelse med de nævnte love og bestemmelser.

Stk. 2. Tilsynet kan af en værdipapircentral eller af et kontoførende institut kræve enhver oplysning, der er af betydning for dets virksomhed, herunder til afgørelse af, om et forhold falder ind under denne lov eller lov om private registre m.v.

Stk. 3. For så vidt angår værdipapircentraler eller de kontoførende institutter, har tilsynets medlemmer og personale til enhver tid mod behørig legitimation uden retskendelse adgang til alle lokaler, hvorfra værdipapircentralernes registre administreres eller kan benyttes, samt til de lokaler, hvor registeret eller de tekniske hjælpemidler opbevares eller anvendes.

Stk. 4. Såfremt Registertilsynet finder, at en værdipapircentral eller et kontoførende institut ikke overholder § 60, stk. 2-4, meddeler tilsynet den pågældende central eller institut pålæg om de foranstaltninger, der skal foretages. Registertilsynets pålæg kan ikke indbringes for anden administrativ myndighed.

Kapitel 27

Inddragelse af tilladelse

§ 92. Finanstilsynet kan inddrage tilladelsen til, at en fondsbørs, en autoriseret markedsplads, en autoriseret pengemarkedsmægler, en værdipapirmægler, en clearingcentral eller en værdipapircentral driver virksomhed

1. hvis virksomheden ikke påbegyndes inden 12 måneder efter tilladelsen er givet,
2. hvis virksomheden ikke udøves i en periode på over 6 måneder,
3. hvis en virksomhed groft eller gentagne gange tilsidesætter sine pligter efter denne lov eller pålæg i henhold til § 93, stk. 2, eller bestemmelser udstedt i medfør af loven eller
4. i de i § 9, stk. 1, nævnte tilfælde.

Stk. 2. Finder Finanstilsynet, at et kontoførende institut, der omfattes af § 62, stk. 1, nr. 2-8, groft tilsidesætter sine forpligtelser eller pålæg meddelt efter denne lov, kan Finanstilsynet fratage det pågældende institut retten til at virke i henhold til § 62 og § 76, stk. 2.

Stk. 3. Opfylder en fondsbørs', en autoriseret markedsplads', en værdipapirmæglers, en pengemarkedsmæglers, en clearingcentrals eller en værdipapircentrals ansvarlige kapital ikke kapitalkravet på tilladelsestidspunktet i henhold til § 8, stk. 2, nr. 2, kan Finanstilsynet enten fastsætte en frist til at bringe den ansvarlige kapital op på dette minimum eller straks inddrage tilladelsen. 1. pkt. finder tilsvarende anvendelse i de tilfælde, hvor en værdipapircentrals samlede kapitalberedskab ikke opfylder kravet i § 82, stk. 1.

Stk. 4. Har en pengemarkedsmægler eller en værdipapirmægler tabt en del af sin aktiekapital, kan Finanstilsynet enten fastsætte en frist til retablering af kapitalen eller straks inddrage tilladelsen.

Afsnit VI

Straffebestemmelser m.v.

Kapitel 28

Straffebestemmelser m.v.

§ 93. Overtrædelse af § 4, stk. 1, § 4 a, § 6, stk. 2 og 3, § 8, stk. 1, § 10, stk. 1, § 11, § 12, stk. 1, 2 og 5-8, § 14, stk. 1, 1. pkt., § 16, stk. 3 og 4, § 19, stk. 1, § 20, stk. 2, § 25, stk. 1, § 27, stk. 1, § 28, § 29, stk. 1 og 2, § 31, stk. 1, § 32, stk. 1 og 2, § 33, stk. 1 og 3, § 35, stk. 2, § 36, stk. 2, § 37, § 38, stk. 2, § 39, stk. 2, § 40, stk. 3, § 42, stk. 4 og 5, § 44, stk. 1 og 2, § 45, stk. 1, § 46, stk. 1, § 48, stk. 2, § 51, stk. 1, § 52, stk. 1, 2. pkt., § 60, stk. 1, 2. pkt., § 75, stk. 2, 2. pkt., og § 76, stk. 2, straffes med bøde. På samme måde straffes grov eller gentagen overtrædelse af § 3, stk. 1, § 5, § 6, stk. 1, § 18, stk. 1 og 2, § 23, stk. 2, § 41, stk. 1-3, § 49, § 52, stk. 1, 1. pkt., og § 60, stk. 1, 1. pkt.

Stk. 2. Overtrædelse af § 12, stk. 3 og 4, § 12 a, § 12 b, § 12 c, stk. 1 og 4, § 12 d, § 12 e, § 12 f, § 12 g, § 12 h og § 14, stk. 2, straffes med bøde eller hæfte, for så vidt højere straf ikke er forskyldt efter borgerlig straffelov.

Stk. 3. Såfremt en fysisk eller juridisk person ikke opfylder sine forpligtelser efter denne lov eller bestemmelser fastsat i medfør heraf, kan Finanstilsynet eller Fondsrådet give den pågældende pålæg om ændring af forholdet. Såfremt det skønnes hensigtsmæssigt, kan Finanstilsynet eller Fondsrådet offentliggøre pålægget eller suspendere eller slette de berørte værdipapirer fra notering på en fondsbørs. Den, der ikke efterlever et pålæg fra Finanstilsynet eller Fondsrådet eller afgiver urigtige eller vildledende oplysninger til Finanstilsynet eller Fondsrådet, straffes med bøde, for så vidt højere straf ikke er forskyldt efter anden lovgivning.

Stk. 4. I forskrifter, der udstedes af erhvervsministeren, Fondsrådet eller Finanstilsynet i medfør af denne lov, kan der fastsættes straf af bøde for overtrædelse af bestemmelser i forskrifterne.

Stk. 5. Der kan pålægges selskaber m.v. (juridiske personer) strafansvar efter reglerne i straffelovens 5. kapitel.

Stk. 6. Forældelsesfristen for strafansvaret er 5 år.

§ 94. Overtrædelse af § 35, stk. 1, § 36, stk. 1, og § 39, stk. 1, straffes med bøde, hæfte eller fængsel i indtil 1 år og 6 måneder. Er en overtrædelse af § 35, stk. 1, og § 39, stk. 1, forsætlig og af særlig grov beskaffenhed, eller er der begået et større antal forsætlige overtrædelser, kan straffen stige til fængsel i 4 år.

Stk. 2. Bestemmelsen i § 93, stk. 5, finder tilsvarende anvendelse.

§ 95. Undlader en værdipapirhandlers, en fondsbørs', en clearingcentrals, en værdipapircentrals, et kontoførende instituts, en autoriseret markedsplads', en autoriseret pengemarkedsmæglers, en værdipapirmæglers eller en udsteders direktion, bestyrelse eller revisor at efterkomme de pligter, der efter loven eller efter bestemmelser udstedt i medfør heraf påhviler eller

pålægges dem af Finanstilsynet, kan Finanstilsynet som tvangsmiddel pålægge de pågældende daglige eller ugentlige bøder.

Stk. 2. Undlader en fysisk eller juridisk person at opfylde de pligter, som påhviler dem efter denne lov, kan Finanstilsynet som tvangsmiddel pålægge den fysiske person eller juridiske person eller de for den juridiske person ansvarlige personer daglige eller ugentlige bøder.

§ 96. Bestyrelsesmedlemmer, direktører, revisorer samt disses suppleanter og ansatte i en fondsbørs, en clearingcentral, en værdipapircentral, et kontoførende institut eller en autoriseret markedsplads, som uberettiget videregiver eller udnytter fortrolige oplysninger, som de under udøvelsen af deres hverv har fået kendskab til, straffes med bøde, for så vidt højere straf ikke er forskyldt efter anden lovgivning.

Stk. 2. Giver personer, der er knyttet til en fondsbørs, en autoriseret markedsplads, en clearingcentral, en værdipapircentral, en pengemarkedsmægler, en værdipapirmægler eller et kontoførende institut urigtige eller vildledende oplysninger om forhold vedrørende fondsbørsen, markedspladsen, clearingcentralen, værdipapircentralen, pengemarkedsmægleren, værdipapirmægleren eller det kontoførende institut til Finanstilsynet, Fondsrådet eller andre offentlige myndigheder, straffes den pågældende med bøde eller hæfte, for så vidt højere straf ikke er forskyldt efter anden lovgivning.

Afsnit VII

Omdannelsesbestemmelser m.v.

Kapitel 29

Omdannelsesbestemmelser

§ 97. Københavns Fondsbørs, Værdipapircentralen og Garantifonden for Danske Optioner og Futures kan omdannes til aktieselskaber efter reglerne i §§ 98-104.

§ 98. Bestyrelsen i hver af de i § 97 nævnte fonde kan beslutte, at fonden opløses uden likvidation ved overdragelse af aktiver og gæld som helhed til et eller flere af fonden ejede eller oprettede aktieselskaber, der har tilladelse til at drive virksomhed efter lovens § 7, nr. 1, 5 eller 6. Samtidig overdrages aktier i hver af aktieselskaberne svarende til værdien af de indskudte aktiver efter fradrag af fondens indskudte gæld til en nystiftet fond. Bestyrelserne i de nystiftede fonde kan med fondsmyndighedens samtykke beslutte, at fondene sammenlægges.

Stk. 2. Opløsning uden likvidation kan tillige ske ved overdragelse af fondens aktiver og gæld som helhed til et eller flere aktieselskaber, der har tilladelse til at drive virksomhed efter lovens § 7, nr. 1, 5 eller 6. Samtidig overdrages aktier i hver af disse aktieselskaber svarende til værdien af de indskudte aktiver efter fradrag af fondens indskudte gæld til en nystiftet fond. Såfremt overdragelsen sker til et eller flere aktieselskaber, der er oprettet i medfør af stk. 1, kan bestyrelserne i de nystiftede fonde med fondsmyndighedens samtykke beslutte, at fondene sammenlægges.

Stk. 3. Omdannelse efter stk. 1 og 2 kan tillige ske ved, at aktierne i det eller de i stk. 1 og 2 nævnte aktieselskaber overdrages til den eksisterende

fond, såfremt dette er i overensstemmelse med den eksisterende fonds vedtægter.

Stk. 4. Beslutning i henhold til stk. 1-3 træffes med det flertal, der i øvrigt kræves til væsentlige beslutninger. Bestyrelsen i det eller de i stk. 2 omtalte aktieselskaber skal udarbejde en aktionæroverenskomst, der skal godkendes af erhvervsministeren.

Stk. 5. Den fortsættende fond i henhold til stk. 1, 2. og 3. pkt., stk. 2, 2. og 3. pkt., og stk. 3 anses for erhvervsdrivende efter lov om erhvervsdrivende fonde.

§ 99. Ved omdannelse efter § 98, stk. 1-3, finder aktieselskabslovens §§ 6 a – 6 c og § 33, stk. 1, sammenholdt med §§ 134-134 i eller § 136 tilsvarende anvendelse med de nødvendige tilpasninger.

Stk. 2. Den i aktieselskabslovens § 134 b nævnte fælles regnskabsopstilling og åbningsbalance skal udarbejdes efter de regnskabsregler, der gælder for aktieselskaber, som driver den type virksomhed, som de nystiftede aktieselskaber påtænker at drive.

Stk. 3. Dokumenter, der ifølge aktieselskabsloven skal indsendes til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, indsendes tillige til Finanstilsynet.

Stk. 4. Finanstilsynet skal godkende omdannelsen efter § 98, stk. 1-3.

§ 100. Den fortsættende fond, jf. § 98, stk. 1-3, ledes af en bestyrelse på mindst 5 medlemmer.

Stk. 2. Et flertal af medlemmerne udpeges af aktieselskabets bestyrelse blandt bestyrelsens medlemmer.

Stk. 3. Erhverver fonden i forbindelse med omdannelsen aktier i mere end ét aktieselskab omdannet efter § 98, finder stk. 2 ikke anvendelse.

§ 101. Bestyrelserne i hver af de i § 97 nævnte fonde kan ligeledes beslutte, at fonden eller fondene opløses uden likvidation ved overdragelse af aktiver og passiver som helhed til et eller flere af fonden eller fondene ejede eller oprettede aktieselskaber, der har tilladelse til at drive virksomhed efter lovens § 7, nr. 1, 5 eller 6. De overdragne aktivers værdi skal i hvert aktieselskab svare til eller overstige værdien af den overdragne gæld. I hvert aktieselskab oprettes en bunden fondsreserve svarende til værdien af de indskudte aktiver efter fradrag af fondens indskudte gæld, jf. §§ 102 og 103.

Stk. 2. Opløsning uden likvidation kan tillige ske ved overdragelse af fondens aktiver og passiver som helhed til et eller flere aktieselskaber, der har tilladelse til at drive virksomhed efter lovens § 7, nr. 1, 5 eller 6. De overdragne aktivers værdi skal i hvert aktieselskab svare til eller overstige værdien af den overdragne gæld. I hvert aktieselskab oprettes en bunden fondsreserve svarende til værdien af de indskudte aktiver efter fradrag af fondens indskudte gæld, eller, såfremt der i forvejen består en sådan bunden fondsreserve i aktieselskabet, forøges denne med værdien af de indskudte aktiver efter fradrag af fondens indskudte gæld, jf. §§ 102 og 103.

Stk. 3. § 98, stk. 4, og § 99 finder tilsvarende anvendelse ved omdannelse efter stk. 1 og 2.

§ 102. Den bundne fondsreserve kan bruges til dækning af underskud, der ikke dækkes af beløb, der kan anvendes til udbytte i aktieselskabet.

Stk. 2. I tilfælde af aktieselskabets ophør kan udlodning til aktionærerne kun finde sted, når forpligtelserne efter stk. 4 er opfyldt.

Stk. 3. Ved overdragelse af aktieselskabets aktiver og passiver til et eller flere aktieselskaber, der driver virksomhed efter lovens § 7, nr. 1, 5 eller 6, overtager det fortsættende selskab fondsreserven på de samme vilkår, som var gældende indtil overdragelsen.

Stk. 4. Der fastsættes i omdannelsesbeslutningen efter § 101, stk. 1 eller 2, nærmere regler for anvendelse af fondsreserven i tilfælde af selskabets ophør. Fondsreserven skal, afhængig af hvorvidt aktieselskabet har tilladelse til at drive virksomhed efter § 7, nr. 1, 5 eller 6, anvendes til formål, som vedrører henholdsvis børsvirksomhed, clearingvirksomhed eller registreringsvirksomhed.

§ 103. Der skal henlægges 10 pct. af årets overskud, der ikke medgår til dækning af underskud fra tidligere år, til fondsreserven. Henlæggelsen kan dog ikke overstige den forrentning af fondsreserven, der svarer til den af skatteministeren fastsatte mindsterente med fradrag af en forholdsmæssig andel af årets selskabsskat.

§ 104. Bestyrelsen i hver af de i § 97 nævnte fonde kan ligeledes beslutte, at omdannelsen skal ske ved kombination af de i §§ 98 og 101 beskrevne omdannelser. Fonden eller fondene overdrager aktiver og gæld som helhed til et eller flere aktieselskaber, jf. § 98, stk. 1 og 2, og § 101, stk. 1 og 2. I hvert aktieselskab oprettes en bunden fondsreserve, jf. §§ 102 og 103. Samtidig overdrages aktier i hvert af aktieselskaberne svarende til værdien af de indskudte aktiver efter fradrag af fondens indskudte gæld og efter fradrag af den bundne fondsreserve til en fond, jf. § 98, stk. 1-3, der anses som erhvervsdrivende efter lov om erhvervsdrivende fonde.

Stk. 2. §§ 98-103 finder med de nødvendige tilpasninger anvendelse på omdannelsen efter stk. 1.

Afsnit VIII

Ændring af andre love

Kapitel 30

Ændring af andre love

§ 105. I lov om indkomstbeskatning af aktieselskaber m.v. (selskabsskatteloven), jf. lovbekendtgørelse nr. 769 af 19. september 1995, foretages følgende ændringer:

1. I *§ 1, stk. 1,* indsættes efter nr. 2 b som nyt nummer:

«2 c) Københavns Fondsbørs, Værdipapircentralen og Garantifonden for Danske Optioner og Futures,».

2. *§ 3, stk. 1, nr. 18,* affattes således:

> «18) Københavns Fondsbørs. Fritagelsen gælder dog kun for indtægt ved institutionens almindelige statutmæssige virksomhed, men ikke for indtægt ved drift, udlejning, bortforpagtning af fast ejendom eller ved anden erhvervsmæssig virksomhed. Fritagelsen gælder endvidere for omdannelse til et aktieselskab efter §§ 98-104 i lov om værdipapirhandel.»

3. § 3, stk. 1, nr. 12 og 18, ophæves.

4. I *§ 9, stk. 1, 1. pkt.,* ændres «De i § 1, stk. 1, nr. 6, § 2, stk. 1, litra a), b) og f), og § 3, stk. 1, nr. 18,» til: «De i § 1, stk. 1, nr. 6, og § 2, stk. 1, litra a, b og f,».

5. I *§ 13, stk. 1, nr. 2, 1. pkt.,* ændres «§ 1, stk. 1, nr. 1, 2, 2 a, 2 b, 3 a, 4, 5 og 5 b,» til: «§ 1, stk. 1, nr. 1-2 c, og 3 a-5 og 5 b,».

6. I *§ 17, stk. 1,* ændres «§ 1, stk. 1, nr. 1-2 b og 3 a-6,» til: «§ 1, stk. 1, nr. 1-2 c og 3 a-6,».

7. I *§ 17, stk. 2,* ændres «§ 1, stk. 1, nr. 1-2 b, og 3 a-5 og 5 b,» til: «§ 1, stk. 1, nr. 1-2 c, og 3 a-5 og 5 b,».

8. I *§ 32, stk. 1, 1. pkt.,* ændres «§ 1, stk. 1, nr. 1, 2, 2 a, 2 b,» til: «§ 1, stk. 1, nr. 1, 2, 2 a, 2 b, 2 c,».

9. I *§ 35 J* indsættes som stk. 5:

«Stk. 5. Stk. 1 finder tilsvarende anvendelse på Garantifonden for Danske Optioner og Futures ved overgang fra og med indkomståret 1997 til beskatning efter § 1, stk. 1, nr. 2 c, fra beskatning efter § 1, stk. 1, nr. 6.»

10. I *§ 35 K, stk. 1,* ændres i 1. pkt. «gælder 2.-11. pkt.» til: «gælder 2.-12. pkt.», og efter 6. pkt. indsættes: «Valget skal træffes for samtlige aktier under ét.»

11. I *§ 35 K, stk. 2,* ændres «aktieavancebeskatningslovens § 6, stk. 6,» til: «aktieavancebeskatningslovens § 6, stk. 5,».

12. I *§ 35 K* indsættes som stk. 7:

«Stk. 7. Reglerne i stk. 1-4 finder tilsvarende anvendelse på Garantifonden for Danske Optioner og Futures ved overgang fra og med indkomståret 1997 til beskatning efter § 1, stk. 1, nr. 2 c, fra beskatning efter § 1, stk. 1, nr. 6.»

13. Efter *§ 35 M* indsættes:

«**§ 35 N.** For Københavns Fondsbørs og Værdipapircentralen finder overgangsbestemmelserne i fondsbeskatningslovens §§ 16-19 og selskabsskattelovens § 35 K, stk. 1-4, tilsvarende anvendelse ved overgang fra og med indkomståret 1997 til beskatning efter § 1, stk. 1, nr. 2 c.»

§ 106. I lov om skattemæssig behandling af gevinst og tab på fordringer, gæld og finansielle kontrakter (kursgevinstloven), jf. lovbekendtgørelse nr. 597 af 10. juli 1995, foretages følgende ændringer:

1. I *§ 2* ændres «§ 1, stk. 1, nr. 1-2 b og 3 a-6,» til: «§ 1, stk. 1, nr. 1-2 c og 3 a-6,».

2. *§ 3, stk. 1,* affattes således:

> «Personer og dødsboer, der er skattepligtige efter kildeskattelovens § 1 eller § 2, stk. 1, litra d, skal medregne gevinst og tab på fordringer, som omfattes af § 1, ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst, hvis de udøver næring ved køb og salg af fordringer eller driver næringsvirksomhed ved finansiering.»

§ 107. I lov om påligningen af indkomst- og formueskat til staten (ligningsloven), jf. lovbekendtgørelse nr. 869 af 15. november 1995, foretages følgende ændringer:

1. I *§ 8 G, stk. 1* og 2, ændres «§ 1, stk. 1, nr. 1-2 b og 3 a-6,» til: «§ 1, stk. 1, nr. 1-2 c og 3 a-6,.»

2. I *§ 8 H, stk. 1,* ændres «§ 1, stk. 1, nr. 1-2 b og 3 a-6,» til: «§ 1, stk. 1, nr. 1-2 c og 3 a-6,».

§ 108. I lov om beskatning af fortjeneste ved afståelse af aktier m.v. (aktieavancebeskatningsloven), jf. lovbekendtgørelse nr. 620 af 19. juli 1995, foretages følgende ændringer:

1. I *§ 2, stk. 3,* ændres «§ 1, stk. 1, nr. 1-2 b og 3 a-5 b,» til: «§ 1, stk. 1, nr. 1-2 c og 3 a-5 b,».

2. I *§ 2 d, stk. 2,* ændres «§ 1, stk. 1, nr. 1-2 b og 3 a-5 b,» til: «§ 1, stk. 1, nr. 1-2 c og 3 a-5 b,».

3. I *§ 4, stk. 2, 2. pkt.,* ændres «fondsbørs godkendt af Finanstilsynet i medfør af § i lov om Københavns Fondsbørs, jf. lovbekendtgørelse nr. 26 af 15. jan-

uar 1992.» til: «dansk fondsbørs eller på en udenlandsk fondsbørs godkendt af Finanstilsynet i medfør af § 16, stk. 1, nr. 2 eller 3, i lov om værdipapirhandel m.v. eller anerkendt i medfør af § 16, stk. 1, nr. 4, i lov om værdipapirhandel m.v.»

4. I *§ 4, stk. 6,* ændres «§ 1, stk. 1, nr. 1-2 b og 3 a-5 b,» til: «§ 1, stk. 1, nr. 1-2 c og 3 a-5 b,».

§ 109. I konkursskatteloven, jf. lovbekendtgørelse nr. 725 af 4. september 1995, foretages følgende ændring:

1. I *§ 2* ændres «§ 1, stk. 1, nr. 1-2 b og 3 a-6» til: «§ 1, stk. 1, nr. 1-2 c og 3 a-6».

§ 110. I lov om beskatning af medlemmer af investeringsforeninger, jf. lovbekendtgørelse nr. 770 af 19. september 1995, foretages følgende ændring:

1. I *§ 3, stk. 6* og 7, ændres «§ 1, stk. 1, nr. 1-2 b og 3 a-5 b,» til: «§ 1, stk. 1, nr. 1-2 c og 3 a-5 b,.»

§ 111. I skattekontrolloven, jf. lovbekendtgørelse nr. 498 af 21. juni 1995, foretages følgende ændringer:

1. I *§ 10 A, stk. 1, 1. pkt.,* ændres «Værdipapircentralen» til: «værdipapircentraler».

2. I *§ 11 A, stk. 2, 2. pkt.,* og § 11 B, stk. 2, 2. pkt., ændres «børsmæglerselskaber» til: «værdipapirhandlere».

3. I *§ 11 B, stk. 1, 1. pkt.,* ændres «Værdipapircentralen» til: «en værdipapircentral her i landet».

§ 112. I lov om fusion, spaltning og tilførsel af aktiver m.v. (fusionsskatteloven), jf. lovbekendtgørelse nr. 621 af 19. juli 1995, foretages følgende ændringer:

1. I *§ 14 a* indsættes efter stk. 2 som nyt stykke:

«Stk. 3. En bunden sparekassereserve som nævnt i § 52 h i lov om banker og sparekasser m.v., der tilføres det modtagende aktieselskab, medregnes ikke ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst for det modtagende selskab.»

Stk. 3 og 4 bliver herefter stk. 4 og 5.

2. Efter *§ 14 g* indsættes i *kapitel 2:*

«**§ 14 h.** Ved omdannelse af Københavns Fondsbørs, Værdipapircentralen og Garantifonden for Danske Optioner og Futures, jf. selskabsskattelovens § 1, stk. 1, nr. 2 c, til aktieselskaber i henhold til kapitel 29 i lov om værdipapirhandel m.v., finder bestemmelserne i § 5, § 6, stk. 1, 3, 4 og 6, § 7, § 8 og § 10, stk. 2, tilsvarende anvendelse, jf. dog 3. pkt. Såfremt overdragelsen sker til flere aktieselskaber, kan et modtagende selskab alene overtage den del af den indskydende fonds skattemæssige afskrivninger, nedskrivninger og henlæggelser, der vedrører de overtagne aktiver. § 15 b, stk. 3, finder tilsvarende anvendelse.

Stk. 2. Underskud fra tidligere indkomstår kan uanset § 8, stk. 6, bringes til fradrag i det modtagende selskabs indkomstopgørelse efter ligningslovens § 15, hvis fondens aktiver og gæld som helhed overdrages til et af fonden ejet eller oprettet aktieselskab, hvori fonden på tidspunktet for overdragelsen ejer hele aktiekapitalen. Det er en betingelse, at aktieselskabet ikke tidligere har drevet erhvervsmæssig virksomhed.

Stk. 3. En bunden fondsreserve som nævnt i § 101, stk. 1 og 2, i lov om værdipapirhandel m.v., der tilføres et modtagende aktieselskab, medregnes ikke ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst for det modtagende selskab.

Stk. 4. Aktier i det modtagende selskab, som den erhvervsdrivende fond modtager i henhold til § 98, stk. 1-3, eller § 104 i lov om værdipapirhandel m.v.,

anses for anskaffet på det tidspunkt, hvor omdannelsen er vedtaget i alle de involverede selskaber og fonde m.v. Som anskaffelsessum anvendes den skattemæssige værdi af de indskudte aktiver og passiver. Den skattemæssige værdi af de indskudte aktiver opgøres efter reglerne i § 4, stk. 3 og 5, i lov om skattefri virksomhedsomdannelse.»

§ 113. I lov om indkomstskat og formueskat for personer m.v. (personskatteloven), jf. lovbekendtgørelse nr. 742 af 9. september 1995, som senest ændret ved § 1 i lov nr. 826 af 27. oktober 1995, foretages følgende ændring:

1. § 4, stk. 3, 1. og 2. pkt., ophæves, og i stedet indsættes:

> «Personer skal medregne indtægter og udgifter som nævnt i stk. 1 og 2 ved opgørelsen af den personlige indkomst, hvis de udøver næring ved køb og salg af fordringer eller driver næringsvirksomhed ved finansiering.»

§ 114. I lov om stempelafgift, jf. lovbekendtgørelse nr. 741 af 4. september 1995, foretages følgende ændringer:

1. I *§ 62, stk. 1,* indsættes som nr. 13 og 14:

> «13. sikkerhedsstillelse og andre forpligtelser over for clearingcentraler, clearingdeltagere eller selskaber eller institutioner som nævnt i § 4, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v., når sikkerhedsstillelsen vedrører clearing og afvikling af handel med værdipapirer, jf. §§ 55 og 56 i lov om værdipapirhandel m.v., hvor en clearingcentral medvirker, og når en eventuel kredittid ikke overstiger 3 bankdage.
>
> 14. garantidokumenter vedrørende forpligtelser, der udstedes efter § 82, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v., når de udstedes som led i værdipapircentralers samlede kapitalberedskab.»

2. § 62, stk. 6, 1. pkt., affattes således:

> «Stempelfri er endvidere dokumenter om lån mod håndpant, som optages mellem selskaber og institutioner som nævnt i § 4, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v. som led i deres virksomhed, eller som optages mellem disse og clearingcentraler, jf. § 7, nr. 5, i nævnte lov, Arbejdsmarkedets Tillægspension, Lønmodtagernes Dyrtidsfond, Den Sociale Pensionsfond, livsforsikringsselskaber eller pensionskasser som led i disses værdipapirhandel.»

§ 115. I lov nr. 486 af 30. juni 1993 om ændring af lov om indkomstbeskatning af aktieselskaber m.v. (selskabsskatteloven) og lov om beskatning af fonde og visse foreninger (fondsbeskatningsloven). (Ophævelse af udlandslempelsen), som ændret ved § 10 i lov nr. 427 af 14. juni 1995, foretages følgende ændring:

1. I *§ 4, stk. 1,* ændres «§ 1, nr. 1-2 b, 3 a-5 og 5 b,» til «§ 1, stk. 1, nr. 1-2 c, 3 a-5 og 5 b.»

§ 116. (Ophævet).

§ 117. I lov om aktieselskaber, jf. lovbekendtgørelse nr. 760 af 15. september 1995, foretages følgende ændringer:

1. I *§ 6 c, stk. 3,* ændres «Fondsbørsen» til: «en fondsbørs, jf. § 7, nr. 1, i lov om værdipapirhandel m.v.»

2. I *§ 21, stk. 1, 2. pkt.,* ændres «Værdipapircentralen» til: «en værdipapircentral, jf. § 7, nr. 6, i lov om værdipapirhandel m.v.»

3. I *§ 23 a, stk. 1, 1. pkt.,* og stk. 2, § 23 b, stk. 1, 1. pkt., § 23 c, stk. 1, 1. led, § d, 1. pkt., § 25, stk. 1, 3. pkt., § 25 a, stk. 1, 1. pkt., § 25 b, stk. 1, og § 41 a, nr. 1, 2 og 3, ændres «Værdipapircentralen» til: «en værdipapircentral».

4. I *§ 23 a, stk. 3, 3. pkt.,* og stk. 4, og § 23 c, stk. 1, 2. led, og stk. 2, 1. pkt., ændres «Værdipapircentralen» til: «en værdipapircentral».

5. I *§ 23 d, 2. pkt.,* ændres «et pengeinstitut, et kreditinstitut, der har særlig tilladelse, eller et børsmæglerselskab.» til: «en værdipapirhandler, jf. § 4, stk. 3, i lov om værdipapirhandel m.v.»

6. *§ 28 c* ophæves.

7. I *§ 40, 2. pkt., § 134 l, stk. 4, 2. pkt.,* og § 135, stk. 6, 2. pkt., ændres «et børsmæglerselskab, et kreditinstitut, der har særlig tilladelse, eller et pengeinstitut.» til: «en værdipapirhandler, jf. § 4, stk. 3, i lov om værdipapirhandel m.v.»

8. I *§ 51, stk. 3, § 56, stk. 5,* og § 76, stk. 3, 1. pkt., ændres «Københavns Fondsbørs» til: «en fondsbørs, jf. § 7, nr. 1, i lov om værdipapirhandel m.v.»

9. I *§ 53, stk. 2,* ændres «§ 28 c» til: «§ 29 i lov om værdipapirhandel m.v.»

10. *§ 159 c* ophæves.

11. I *§ 161, stk. 3,* udgår «§ 28 c,».

§ 118. I lov om erhvervsdrivende fonde, jf. lovbekendtgørelse nr. 756 af 18. november 1991, foretages følgende ændring:

1. I *§ 9, stk. 4, 1. pkt.,* ændres «Københavns Fondsbørs» til: «en fondsbørs, jf. kapitel 3 i lov om værdipapirhandel m.v.»

§ 119. I lov om banker og sparekasser m.v., jf. lovbekendtgørelse nr. 182 af 20. marts 1995, som senest ændret ved lov nr. 367 og 368 af 14. juni 1995, foretages følgende ændringer:

1. I *§ 33, stk. 3, § 42 b, stk. 3, 1. pkt.,* og § 42 b, stk. 3, 2. pkt., ændres «Københavns Fondsbørs» til: «en fondsbørs».

2. I *§ 42 b, stk. 5,* ændres «Værdipapircentralen» til: «en værdipapircentral».

§ 120. I lov om forsikringsvirksomhed, jf. lovbekendtgørelse nr. 963 af 29. november 1994, som ændret ved lov nr. 369 af 14. juni 1995, foretages følgende ændringer:

1. I *§ 128, stk. 1, nr. 9, 10* og 12, ændres «offentlig» til: «en».

2. I *§ 131, stk. 9, 2. pkt.,* ændres «Værdipapircentralen» til: «en værdipapircentral».

3. I *§ 182, stk. 7,* ændres «Københavns Fondsbørs» til: «en fondsbørs».

§ 121. I lov om tilsyn med firmapensionskasser, jf. lovbekendtgørelse nr. 670 af 19. august 1993, som ændret ved lov nr. 363 af 18. maj 1994, foretages følgende ændring:

1. I *§ 49, stk. 8, 2. pkt.,* ændres «Værdipapircentralen» til: «en værdipapircentral».

§ 122. I lov om investeringsforeninger, jf. lovbekendtgørelse nr. 85 af 12. februar 1990, foretages følgende ændring:

1. I *§ 43 a, 1. pkt.,* ændres «Værdipapircentralen» til: «en værdipapircentral».

§ 123. I lov om rettens pleje, jf. lovbekendtgørelse nr. 905 af 10. november 1992, som senest ændret ved lov nr. 903 af 29. november 1995, foretages følgende ændringer:

1. I *§ 526, stk. 3* og stk. 4, 3. pkt., ændres «registrerede fondsaktiver, jf. lov om en værdipapircentral» til: «fondsaktiver, jf. § 59, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v.»

2. *§ 538 a, stk. 1, 2. pkt.,* ophæves, og i stedet indsættes:

> «Værdipapirer, jf. § 2 i lov om værdipapirhandel m.v., som har kurs på en dansk eller udenlandsk fondsbørs, sælges dog gennem en værdipapirhandler, jf. § 4, stk. 3, i lov om værdipapirhandel m.v. Fogedretten

kan bestemme, at værdipapirer, der har kurs på en autoriseret markedsplads, jf. § 7, nr. 2, jf. § 40, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v., sælges gennem en værdipapirhandler.»

3. *§ 557* affattes således:

«**§ 557.** Er udlæg foretaget i værdipapirer, jf. § 2 i lov om værdipapirhandel m.v., som har kurs på en dansk eller udenlandsk fondsbørs, bortsælges disse ikke ved tvangsauktion. De nævnte værdipapirer sælges efter anmodning fra udlægshaveren af fogedretten gennem en værdipapirhandler, jf. § 4, stk. 3, i lov om værdipapirhandel m.v.

Stk. 2. Er udlæg foretaget i værdipapirer, som har kurs på en autoriseret markedsplads, jf. § 7, nr. 2, jf. § 40, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v., kan fogedretten bestemme, at disse ikke bortsælges ved tvangsauktion, og at stk. 1, 2. pkt., finder tilsvarende anvendelse.»

§ 124. I lov om tinglysning, jf. lovbekendtgørelse nr. 622 af 15. september 1986, som senest ændret ved § 2 i lov nr. 389 af 14. juni 1995, foretages følgende ændring:

1.*§ 41, stk. 2,* affattes således:

«*Stk. 2.* Hvis der i et efterstående pantebrev er henvist til, at det står tilbage for et lån i et af staten godkendt realkreditinstitut, således at lånet kan indfries ved de af institutterne udstedte ihændehavergældsbreve, der har kurs på en dansk fondsbørs, kræves efterpanthaverens samtykke til forhøjelsen af renten på den foranstående panteret samt til anbringelse på dennes plads af andre midler end de nævnte midler.»

§ 125. I lov om skifte af dødsbo og fællesbo m.v., jf. lovbekendtgørelse nr. 725 af 23. oktober 1986, som senest ændret ved § 14 i lov nr. 389 af 14. juni 1995, foretages følgende ændring:

1.*§ 28, stk. 1,* affattes således:

«Værdipapirer, jf. § 2 i lov om værdipapirhandel m.v., som har kurs på en dansk eller udenlandsk fondsbørs, sælges gennem en værdipapirhandler, jf. § 4, stk. 3, i lov om værdipapirhandel m.v. Skifteretten kan bestemme, at værdipapirer, der har kurs på en autoriseret markedsplads, jf. § 7, nr. 2, jf. § 40, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v., sælges gennem en værdipapirhandler.»

Afsnit IX

Ikrafttrædelses- og overgangsbestemmelser m.v.

Kapitel 31

Ikrafttrædelses- og overgangsbestemmelser m.v.

§ 126. Tidspunktet for lovens eller dele af lovens ikrafttræden fastsættes af erhvervsministeren, for så vidt angår § 105, nr. 1, 3-9, 12 og 13, og §§ 106-115 efter drøftelse med skatteministeren, og for så vidt angår § 123-125 efter drøftelse med justitsministeren. § 105, nr. 2, 10 og 11, træder i kraft dagen efter bekendtgørelsen i Lovtidende. For værdipapircentral- og clearingvirksomhed træder loven dog senest i kraft den 1. juni 1997. Loven skal dog senest være trådt i kraft den 1. juni 1996 med undtagelse af § 6, stk. 3, der træder i kraft den 1. juni 1997.

Stk. 2. Erhvervsministeren kan helt eller delvis ophæve lov om Københavns Fondsbørs, jf. lovbekendtgørelse nr. 713 af 8. september 1993, lov om en værdipapircentral, jf. lovbekendtgørelse nr. 807 af 6. oktober 1993, samt lov nr. 213 af 10. april 1991 om prospekter ved første offentlige udbud af visse værdipapirer.

Stk. 3. § 105, nr. 1, 3-9, 12 og 13, § 106, nr. 1, § 107, § 108, nr. 1, 2 og 4, § 109, § 110, § 112, nr. 2, og § 115 har virkning fra og med indkomståret 1997, jf. dog stk. 6 og 7.

Stk. 4. § 105, nr. 10, har virkning for selskaber og foreninger m.v., der fra og med bestemmelsens ikrafttræden bliver omfattet af selskabsskattelovens § 35 K.

Stk. 5. § 112, nr. 1, har virkning fra og med indkomståret 1988.

Stk. 6. Ved omdannelse af Københavns Fondsbørs og Værdipapircentralen til et aktieselskab inden den 1. januar 1997 finder fusionsskattelovens § 14 h, stk. 3, som affattet ved denne lovs § 112, nr. 2, tilsvarende anvendelse.

Stk. 7. Ved omdannelse af Garantifonden for Danske Optioner og Futures til et aktieselskab inden den 1. januar 1997 finder fusionsskattelovens § 14 h som affattet ved denne lovs § 112, nr. 2, tilsvarende anvendelse.

§ 127. Uanset bestemmelserne i § 7, nr. 1, og § 8, stk. 2, nr. 1 og 2, kan Københavns Fondsbørs udøve børsvirksomhed indtil 1. juli 1997. Ved udøvelsen af denne virksomhed betragtes Københavns Fondsbørs som en fondsbørs efter denne lov.

Stk. 2. Uanset bestemmelserne i § 7, nr. 5 og 6, og § 8, stk. 2, nr. 1 og 2, kan Værdipapircentralen og Garantifonden for Danske Optioner og Futures fortsat udøve clearingvirksomhed. Ved udøvelsen af denne virksomhed betragtes Garantifonden for Danske Optioner og Futures og Værdipapircentralen som clearingcentraler efter denne lov.

Stk. 3. Uanset bestemmelserne i § 7, nr. 6, og § 8, stk. 2, nr. 1 og 2, kan Værdipapircentralen fortsat udøve registreringsvirksomhed. Ved udøvelsen af denne virksomhed betragtes Værdipapircentralen som en værdipapircentral efter denne lov.

Stk. 4. Ved omdannelse af Københavns Fondsbørs til et aktieselskab har medarbejderne i aktieselskabet ret til at udpege et bestyrelsesmedlem. Ved omdannelse af Værdipapircentralen til et aktieselskab har medarbejderne i aktieselskabet ret til at udpege to bestyrelsesmedlemmer.

Stk. 5. Stk. 4 finder anvendelse i en periode på tre år fra omdannelsen, hvorefter selskabets medarbejderes ret til at blive repræsenteret i bestyrelsen reguleres af aktieselskabslovens bestemmelser.

§ 127 a. Værdipapircentralen er en privat selvejende institution. De nærmere regler om Værdipapircentralen og dens virksomhed fastsættes af centralens bestyrelse i en vedtægt, der godkendes af Finanstilsynet.

Stk. 2. Værdipapircentralen ledes af en bestyrelse på indtil 14 medlemmer og en direktion.

Stk. 3. De i bestyrelsen behandlede anliggender afgøres, for så vidt der ikke efter vedtægterne kræves særligt stemmeflertal, ved simpelt flertal. Det kan i vedtægterne bestemmes, at formandens stemme er afgørende i tilfælde af stemmelighed.

Stk. 4. Økonomiministeren udnævner for tre år af gangen formanden for bestyrelsen og de øvrige bestyrelsesmedlemmer, jf. dog stk. 5-9. Af medlemmer udnævnes fire efter indstilling fra organisationer, der repræsenterer udstederne af fondsaktiverne, fire efter indstilling fra organisationer, der repræsenterer de i § 62, stk. 1, nr. 2 og 4, nævnte kontoførende institutter, og

ét efter indstilling fra Danmarks Nationalbank. To af medlemmerne udnævnes med særlig henblik på at varetage interesser for ejerne af fondsaktiverne. For medlemmer skal udnævnes stedfortrædere.

Stk. 5. Værdipapircentralens arbejdstagere har ret til i overensstemmelse med stk. 6-9 at vælge to medlemmer af bestyrelsen og stedfortrædere for disse blandt centralens arbejdstagere.

Stk. 6. Mindst halvdelen af arbejdstagerne skal stemme for en beslutning om at udnytte retten efter stk. 5. Beslutningen meddeles skriftligt til bestyrelsen.

Stk. 7. Arbejdstagernes valg af bestyrelsesmedlemmer og stedfortrædere sker ved skriftlig og hemmelig afstemning. Medlemmerne indtræder i bestyrelsen en måned efter, at denne har fået skriftlig meddelelse om de pågældendes navn og bopæl.

Stk. 8. De bestyrelsesmedlemmer, der vælges af arbejdstagerne, udpeges for tre år ad gangen blandt de arbejdstagere, der i det sidste år før valget har været ansat i Værdipapircentralen.

Stk. 9. Økonomiministeren fastsætter regler om

1. hvem der anses som arbejdstager,
2. den nærmere gennemførelse af valg efter stk. 6 og 7,
3. muligheden for at undlade afholdelse af valg i henhold til stk. 7, såfremt der kun er opstillet det antal kandidater, der skal vælges som bestyrelsesmedlemmer og som stedfortrædere,
4. retlig beskyttelse i ansættelsen for de arbejdstagervalgte bestyrelsesmedlemmer, idet uoverensstemmelse om beskyttelsen og om brud på eller fortolkningen af reglerne afgøres ad fagretlig vej, og 5) under hvilken form Værdipapircentralens arbejdstagere skal orienteres om centralens forhold.

Stk. 10. Bestyrelsen ansætter direktionen og sørger for, at Værdipapircentralens virksomhed udøves forsvarligt i overensstemmelse med lovens og Værdipapircentralens vedtægter.

Stk. 11. Direktionen varetager den daglige ledelse af Værdipapircentralen i overensstemmelse med bestyrelsens retningslinjer og anvisninger.

§ 128. For aktieselskaber, der oprettes i henhold til § 101 eller § 104, kan Finanstilsynet uanset bestemmelserne i § 8, stk. 2, nr. 2, meddele tilladelse til udøvelse af henholdsvis børsvirksomhed, clearingvirksomhed og registreringsvirksomhed, såfremt den ansvarlige kapital i selskabet på tilladelsestidspunktet mindst udgør 40 mio. kr. Heraf skal et beløb på mindst 16 mio. kr. være aktiekapital.

§ 129. Bestemmelsen i § 6, stk. 3, 1. pkt., vedrørende kundesamtykke finder anvendelse på nye kundeforhold indgået efter bestemmelsens ikrafttræden. For eksisterende kundeforhold skal der senest 18 måneder efter, at § 6, stk. 3, 1. pkt., er trådt i kraft, være indhentet samtykkeerklæring fra den enkelte kunde, såfremt en værdipapirhandler opbevarer kundens værdipapirer i samledepot.

§ 130. Loven gælder ikke for Færøerne og Grønland, men kan med undtagelse af §§ 105-115, § 123 og § 125 ved kongelig anordning sættes i kraft for disse landsdele med de afvigelser, som de særlige færøske og grønlandske forhold tilsiger.

Stk. 2. § 125 kan ved kongelig anordning sættes i kraft for Færøerne med de afvigelser, som de særlige færøske forhold tilsiger. Lov nr. 376 af 22. maj 1996 indeholder følgende overgangsbestemmelser:

§ 10 *Stk. 1.* Loven træder i kraft den 1. juni 1996.

Stk. 2. (Udeladt)

§ 11 *Stk. 1.* Loven gælder ikke for Færøerne og Grønland, men kan ved kongelig anordning sættes i kraft for disse landsdele med de afvigelser, som de særlige grønlandske og færøske forhold tilsiger.

Stk. 2. (Udeladt)

Lov nr. 475 af 10. juni 1997 indeholder følgende overgangsbestemmelser:

§ 9 *Stk. 1.* Loven træder i kraft den 1. januar 1998. (2. og 3. punktum udeladt)

Stk. 2. Senest den 1. marts 1998 skal bestyrelsen have udarbejdet interne retningslinjer ifølge (udeladt) § 12 b, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v., som affattet ved denne lovs § 4, nr. 1.

Stk. 3. Bestemmelserne i (udeladt) § 14, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v., som affattet ved denne lovs § 4, nr. 3 og 4, § 11 a, stk. 3, 2. pkt., (udeladt) finder anvendelse på regnskabsår, der begynder den 1. januar 1998 eller senere.

Stk. 4-6. (Udeladt)

Stk. 7. Uanset reglerne i denne lov, kan direktører, vicedirektører, underdirektører og dermed ligestillede samt filialbestyrere i finansielle institutter omfattet af denne lov varetage bestyrelseserhverv i Danmarks Skibskreditfond, Dansk Eksportfinansering, Dansk Landsbrugs Realkreditfond, Dansk Udviklingsfinansiering A/S, Finansieringsinstituttet for Hoteller m.v., Finansieringsinstituttet for Industri og Håndværk A/S, Foreningen Norden, Landsbankernes Reallånefond, Totalkredit Realkreditfond og Bornholms Erhvervsfond.

Stk. 8. Personer omfattet af § 12 c, stk. 3, i lov om værdipapirhandel m.v., som affattet ved denne lovs § 4, nr. 3, der den 1. januar 1998 varetager hverv som interne revisions- eller vicerevisionschefer i selskaber uden for koncernen, kan fortsætte hermed indtil udløbet af den funktionsperiode, der var påbegyndt den 9. april 1997. Hvis de nævnte personer efter denne dato påbegynder en funktionsperiode som intern revisions- eller vicerevisionschef i et selskab, der ikke omfattes af § 12 c, stk. 3, skal den pågældende fratræde senest den 1. februar 1998.

Stk. 9. Engagementer og sikkerhedsstillelser, der den 1. januar 1998 lovligt var indgået mellem den valgte revision eller en intern revisions- eller vicerevisionschef (udeladt) og de (udeladt) omhandlede (udeladt) selskaber, kan fortsætte til den oprindeligt aftalte udløbsdato.

Stk. 10-12. ***(Udeladt)***

§ 10 *Stk. 1.* Loven gælder ikke for Færøerne og Grønland, (udeladt) men (udeladt) kan ved kongelig anordning sættes i kraft for disse landsdele med de afvigelser, som de særlige færøske og grønlandske forhold tilsiger.

Stk. 2-3. (Udeladt)

Lov nr. 414 af 26. juni 1998 indeholder følgende overgangsbestemmelser:

§ 15 *Stk. 1.* Loven træder i kraft den 1. juli 1998.

Stk. 2. Samtidig ophæves lov om en værdipapircentral, jf. lovbekendtgørelse nr. 807 af 6. oktober 1993.

Stk. 3. De bekendtgørelser, der er udstedt i medfør af lov om værdipapircentral, forbliver i kraft, indtil de ophæves eller afløses af regler fastsat i medfør af lov om værdipapirhandel m.v. med de ændringer, der følger af denne lovs § 1.

Stk. 4-15. ***(Udeladt)***

§ 16 *Stk. 1.* Loven gælder ikke for Færøerne og Grønland, (udeladt) men (udeladt) kan ved kongelig anordning sættes i kraft for disse landsdele med de afvigelser, som de særlige færøske og grønlandske forhold tilsiger.

Stk. 2. (Udeladt)

Økonomiministeriet, den 6. november 1998
Marianne Jelved
/Henrik Bjerre-Nielsen

Vedlegg 4

Lag (1992:543) om børs- och clearingverksamhet (Sverige)

Inledande bestämmelser

1 kap. Tillämpningsområde m. m.

1 § Företag som driver verksamhet i syfte att åstadkomma regelbunden handel med finansiella instrument kan få auktorisation som börs eller marknadsplats enligt denna lag.

Clearingverksamhet får yrkesmässigt bedrivas endast av Sveriges riksbank och av företag som fått tillstånd som clearingorganisation enligt denna lag. Tillstånd behövs dock inte för clearingverksamhet som huvudsakligen allmänheten deltar i.

Frågor om auktorisation och tillstånd prövas av Finansinspektionen. Tillstånd enligt andra stycket behövs inte om företaget har tillstånd enligt 1 *"Sammendrag"* i kap. 2 § bankrörelselagen (1987:617) eller enligt 1 *"Historisk oversikt"* i kap. 3 § 1, 2 eller 4 lagen (1991:981) om värdepappersrörelse. *Lag (1996:180).*

2 § Auktorisation och tillstånd kan meddelas svenska aktiebolag, svenska ekonomiska föreningar och utländska företag.

3 § Om börs finns särskilda bestämmelser i 2–6 kap., om auktoriserad marknadsplats i 7 kap. och om clearingorganisation i 8 och 9 kap.

4 § I denna lag betyder

1. *börs*: företag som har fått auktorisation enligt 2 kap. att driva verksam het som syftar till att åstadkomma regelbunden handel med finansiella instrument mellan till verksamheten anslutna medlemmar,

2. *börsmedlem*: den som av en börs har fått tillåtelse att delta i handeln vid börsen,

3. *auktoriserad marknadsplats*: företag som har fått auktorisation enligt 7 kap. att driva verksamhet som syftar till att åstadkomma regelbunden handel med finansiella instrument,

4. *clearingverksamhet*: fortlöpande verksamhet som består i

a) att på clearingmedlemmarnas vägnar göra avräkningar beträffande deras förpliktelser att leverera finansiella instrument eller att betala i svensk eller utländsk valuta, eller

b) att genom inträdande som part eller som garant ta över ansvaret för förpliktelsernas fullgörande, eller

c) på annat väsentligt sätt sörja för att förpliktelserna avvecklas genom överförande av likvid eller instrument,

5. *clearingorganisation*: företag som har fått tillstånd enligt 8 kap. att driva clearingverksamhet,

6. *clearingmedlem*: den som får delta i clearingverksamheten hos en clearingorganisation,

7. *option*: en rätt att till ett bestämt pris i framtiden få köpa eller sälja tillgångar eller en rätt att vid en framtida tidpunkt få ett belopp som räknas ut på grundval av ändringar i ett kursindex eller liknande,

8. *termin*: ett avtal om köp av tillgångar som mot ett i avtalet bestämt pris skall levereras vid en framtida tidpunkt eller ett avtal om att betalning mellan parterna i framtiden skall ske på grundval av ändringar i ett kursindex eller liknande,

9. *finansiellt instrument* och fondpapper: vad som anges i 1 *"Utvalgets oppdrag og arbeid"* i kap. 1 § lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument,

10. *EES*: Europeiska ekonomiska samarbetsområdet. *Lag (1996:180).*

Börs

2 kap. Förutsättningar för auktorisation m. m.

Sundhetskrav

1 § En börs skall driva sin verksamhet så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras samt i övrigt så att verksamheten kan anses sund.

Börsen skall därvid tillämpa principerna om

fritt tillträde, som innebär att var och en som uppfyller de krav som ställs i denna lag och av börsen får bli börsmedlem,

neutralitet, som innebär att av börsen uppställda regler tillämpas på ett likformigt sätt gentemot alla börsmedlemmar, och *god genomlysning*, som innebär att börsmedlemmarna får en snabb, samtidig och korrekt information om handeln och att allmänheten får tillfälle att ta del av sådan information.

Svenska företag

2 § Auktorisation som börs får meddelas ett svenskt aktiebolag eller en svensk ekonomisk förening endast om

1. bolagsordningen eller stadgarna inte strider mot denna lag eller någon annan författning,

2. den planerade verksamheten kan antas komma att uppfylla de krav som anges i 1 §, och

3. företaget uppfyller de villkor som i övrigt anges i denna lag.

3 § Ansökan om auktorisation får göras innan bolaget eller föreningen har registrerats. Om en sådan ansökan har gjorts av ett aktiebolag inom sex månader från stiftelseurkundens undertecknande, räknas den i 2 *"Nærmere om børsens oppgaver og virksomhet"* i kap. 9 § första stycket aktiebolagslagen (1975:1385) föreskrivna tiden från auktorisationsbeslutet. Om en sådan ansökan i stället har gjorts av en ekonomisk förening inom sex månader från det att beslut om att bilda föreningen fattats, räknas den i 2 *"Historisk oversikt"* i kap. 3 § första stycket lagen (1987:667) om ekonomiska föreningar föreskrivna tiden från auktorisationsbeslutet. Till ansökan skall fogas en plan för den tilltänkta verksamheten.

4 § En börs bolagsordning eller stadgar skall godkännas av Finansinspektionen i samband med att auktorisation beviljas.

Ett beslut om ändring av bolagsordningen eller stadgarna får inte registreras innan det har godkänts av inspektionen.

5 § En börs som är aktiebolag skall ha ett aktiekapital som med hänsyn till verksamhetens art och omfattning är tillräckligt stort. Vid bedömningen av om aktiekapitalet är tillräckligt skall hänsyn tas även till andra finansiella resurser som börsen har eller kan utnyttja. För börs som är ekonomisk förening gäller vad som sägs om aktiekapital i stället summan av gjorda medlemsinsatser och förlagsinsatser. Regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, Finansinspektionen får meddela närmare föreskrifter om storleken av aktiekapitalet och summan av gjorda medlemsinsatser och förlagsinsatser.

6 § En börs skall ha en styrelse med minst fem ledamöter och en verkställande direktör.

Utländska företag

7 § Auktorisation för ett utländskt företag att driva verksamhet som börs här i landet från avdelningskontor med självständig förvaltning (filial) får meddelas endast om

1. företaget i sitt hemland driver sådan verksamhet och där står under tillsyn av en myndighet eller annat behörigt organ, och
2. den planerade verksamheten här i landet kan antas komma att uppfylla de krav som anges i 1 §.

För utländska företag gäller bestämmelserna i denna lag i tillämpliga delar. I övrigt gäller lagen (1992:160) om utländska filialer m. m.

Sekretess

8 § Den som är eller har varit knuten till en börs som anställd eller uppdragstagare får inte obehörigen röja eller utnyttja vad han i anställningen eller under uppdraget har fått veta om någon annans affärsförhållanden eller personliga förhållanden.

3 kap. Börsmedlemmar

1 § En börs får som medlemmar ha endast

1. Riksbanken,
2. värdepappersinstitut som har tillstånd att driva värdepappersrörelse enligt 1 *"Historisk oversikt"* i kap. 3 § 1, 2 eller 3 lagen (1991:981) om värdepappersrörelse,
3. utländska företag som har säte i ett land inom EES och som i det landet har tillstånd att driva sådan verksamhet som avses i 2, och
4. andra utländska företag som i sitt hemland får driva sådan verksamhet som avses i 2 och som där står under betryggande tillsyn av myndighet eller annat behörigt organ.

Till börsmedlem får antas endast den som har tillräckliga finansiella resurser och i övrigt är lämplig att delta i handeln vid börsen. *Lag (1994:2017).*

2 § Om en börsmedlem inte längre uppfyller kraven för medlemskap, skall börsen besluta att medlemskapet skall upphöra.

Har ett börsmedlemskap upphört på grund av beslut enligt första stycket, får medlemmen, om det finns särskilda skäl, utföra köp- eller säljorder vid börsen för att skydda uppdragsgivare mot förlust.

3 § Börsmedlemmar skall lämna börsen de upplysningar som behövs för att börsen skall kunna fullgöra sina uppgifter enligt denna lag och andra författningar.

4 kap. Börsens verksamhet

Godkännande för notering och handel

1 § Vid en börs får notering av och handel med alla slags finansiella instrument ske. Notering av och handel med ett visst finansiellt instrument får dock inte inledas förrän börsen har lämnat sitt godkännande till detta.

Fondpapper får godkännas för notering och handel genom att börsen, efter prövning enligt 5 *"Utvalgets oppdrag og arbeid"* i kap. 1 §, beslutar om inregistrering av fondpapperen. För fondpapper som inte är föremål för inregistrering får sådant godkännande lämnas endast om prövning har skett enligt 6 *"Utvalgets oppdrag og arbeid"* i kap. 1 §.

Optioner och terminer får godkännas för notering och handel bara om det förekommer en betydande handel med tillförlitlig kurssättning i den eller de tillgångar som optionen eller terminen grundas på.

Handelsregler

2 § En börs skall ha ändamålsenliga regler för hur handeln vid börsen skall gå till.

Börsen skall övervaka handeln och kursbildningen vid börsen och se till att handeln sker i överensstämmelse med denna lag och andra författningar samt med god sed på värdepappersmarknaden.

Kursnotering och information

3 § Kurser noteras med ledning av de köpanbud, säljanbud och betalkurser som förekommer vid eller rapporteras till börsen. Information om kurser och omsättningsuppgifter beträffande varje finansiellt instrument som noteras vid börsen skall offentliggöras omedelbart, om inte Finansinspektionen med hänsyn till handelns effektivitet tillåter något annat. Sådan information skall vidare dagligen sammanställas och offentliggöras i den ordning och omfattning som regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, Finansinspektionen föreskriver. *Lag (1994:2017).*

Rapportering av avslut

4 § En börsmedlem skall, på det sätt och i den omfattning som börsen bestämmer, till börsen anmäla avslut som medlemmen utanför börsen har gjort för egen eller någon annans räkning i de finansiella instrument som noteras vid börsen. Om ett sådant avslut har skett vid en auktoriserad marknadsplats och avser inregistrerade fondpapper, behöver avslutet inte anmälas till börsen. Detsamma gäller om avslutet skett vid en utländsk börs inom EES. Lag (1994:2017).

Sidoverksamhet

5 § En börs får, utöver den verksamhet som auktorisationen omfattar, i företaget driva endast sådan verksamhet som har nära samband med den.

Om det finns särskilda skäl, får Finansinspektionen tillåta en börs att driva även annan verksamhet.

Organisationsförvärv

6 § Förvärv av aktier eller andelar i företag kräver tillstånd av Finansinspektionen, om förvärvet ingår som ett led i organisationen av verksamheten.

Internationellt samarbete

7 § En börs skall lämna de upplysningar och underrättelser till behöriga myndigheter i andra länder inom EES som dessa behöver för att kunna fullgöra sina uppgifter enligt avtalet om EES samt i övrigt ha ett sådant nära samarbete med dessa myndigheter som föranleds av avtalet. *Lag (1992:1712).*

5 kap. Inregistrering av fondpapper

Förutsättningar för inregistrering

1 § Inregistrering av fondpapper vid en börs sker efter ansökan av den som har gett ut fondpapperen.

Inregistrering får ske endast om det med hänsyn till marknadsförhållandena för de fondpapper som avses och omständigheterna i övrigt föreligger förutsättningar för en ändamålsenlig börshandel med fondpapperen.

Om skyldighet föreligger enligt 5 § att upprätta börsprospekt, får fondpapperen inte inregistreras förrän prospektet enligt vad som sägs i 5 a och 5 b §§ har godkänts eller godtagits av börsen och offentliggjorts av utgivaren.

Regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, Finansinspektionen skall meddela närmare föreskrifter om villkoren för inregistrering. *Lag (1992:1712).*

2 § En ansökan om inregistrering får inte avslås utan att sökanden har fått tillfälle att yttra sig över det som har tillförts ärendet genom någon annan än honom själv, om inte detta är uppenbart obehövligt.

Beslut om inregistrering skall meddelas snarast och senast sex månader från det att ansökan gjordes hos börsen eller, om ansökan kompletteras, senast sex månader från det att kompletteringen kom in till börsen. Meddelas inte beslut inom angiven tid, skall det anses som om ansökan har avslagits.

Utgivarens informationsplikt

3 § Den som har gett ut fondpapper som har inregistrerats vid en börs skall fortlöpande informera börsen om sin verksamhet, i övrigt lämna börsen de upplysningar som den behöver för att kunna fullgöra sina uppgifter enligt denna lag och annan författning samt offentliggöra de upplysningar om verksamheten och fondpapperen som är av betydelse för bedömning av kursvärdet på fondpapperen.

Avregistrering

4 § En börs skall besluta om avregistrering av fondpapper, om utgivaren av fondpapperen begär det eller om han allvarligt åsidosatt sina förpliktelser enligt lag eller någon annan författning. Avregistrering skall ej ske om det är olämpligt från allmän synpunkt.

Avregistrering får inte beslutas utan att utgivaren har fått tillfälle att yttra sig över det som har tillförts ärendet genom någon annan än honom själv, om inte detta är uppenbart obehövligt eller beslutet inte kan uppskjutas.

Beslut om avregistrering skall offentliggöras omedelbart.

Börsprospekt

5 § Till en ansökan om inregistrering skall utgivaren av fondpapperen foga en särskild redogörelse för sina förhållanden (börsprospekt). Prospektet skall innehålla de upplysningar som behövs för att en investerare skall kunna göra en välgrundad bedömning av utgivarens verksamhet och ekonomiska ställning samt av de rättigheter som är förenade med fondpapperen.

Skyldighet att upprätta börsprospekt föreligger inte om inregistreringen avser fondpapper som är utgivna av en stat inom EES eller är andelar i en värdepappersfond eller i ett utländskt fondföretag med säte i ett land inom EES. Regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, Finansinspektionen får meddela föreskrifter om undantag från skyldigheten att upprätta börsprospekt i fall då behovet av information har tillgodosetts på något annat sätt. *Lag (1992:1712).*

5a § Ett börsprospekt skall godkännas av börsen. Om det samtidigt föreligger en ansökan om inregistrering av samma fondpapper i ett eller flera andra länder inom EES, skall börsen dock inte pröva frågan om godkännande om utgivaren har sitt säte i ett land inom EES och ansökan om inregistrering har gjorts i det landet, eller utgivaren i annat fall har ansökt om godkännande av prospektet i ett av de andra länderna. Lag (1992:1712).

5 b § Om ett börsprospekt högst tre månader före ansökan om inregistrering har godkänts av behörig myndighet i ett annat land inom EES, skall prospektet utan ny prövning godtas som börsprospekt här i landet. Detsamma gäller ett prospekt för emission av fondpapper som har upprättats i enlighet med reglerna om börsprospekt och som inom samma tid har godkänts av Finansinspektionen eller av behörig myndighet i ett annat land inom EES.

Börsen får trots bestämmelserna i första stycket kräva att ett utländskt prospekt skall översättas till svenska språket och kompletteras med uppgifter som särskilt gäller förhållandena här i landet. När börsen har godkänt eller godtagit prospektet skall det offentliggöras av utgivaren. *Lag (1992:1712).*

Halvårsrapport

6 § Ett aktiebolag vars aktier är inregistrerade vid en börs skall under varje räkenskapsår som omfattar mer än tio månader offentliggöra en redogörelse för räkenskapsårets första sex månader (halvårsrapport). Rapporten skall offentliggöras inom två månader från halvårets utgång. Vid offentliggörandet skall halvårsrapporten ges in till börsen. Om det finns särskilda skäl, får börsen medge anstånd med offentliggörandet.

Halvårsrapporten skall innehålla en redogörelse för bolagets verksamhet och resultat under räkenskapsårets första sex månader.

6 kap. Fondpapper som inte inregistreras

Förutsättningar för notering

1 § Notering vid en börs av fondpapper som inte är föremål för inregistrering sker efter ansökan av den som har gett ut fondpapperen.

Notering får ske endast om det med hänsyn till marknadsförhållandena för de fondpapper som avses och omständigheterna i övrigt föreligger förutsättningar för en ändamålsenlig börshandel med fondpapperen.

Utgivarens informationsplikt

2 § En utgivare av fondpapper vilka noterats med stöd av 1 § skall
- fortlöpande informera börsen om sin verksamhet,
- i övrigt lämna börsen de upplysningar som den behöver för att kunna fullgöra sina uppgifter enligt denna lag och andra författningar samt
- offentliggöra de upplysningar om verksamheten och fondpapperen som är av betydelse för bedömning av kursvärdet på fondpapperen.

Auktoriserad marknadsplats

7 kap. Förutsättningar för auktorisation m. m.

Sundhetskrav

1 § En auktoriserad marknadsplats skall driva sin verksamhet så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras samt i övrigt så att verksamheten kan anses sund.

Den auktoriserade marknadsplatsen skall därvid tillämpa principerna om

fritt tillträde, som innebär att var och en som uppfyller av marknadsplatsen uppställda krav får delta i handeln,

neutralitet, som innebär att av marknadsplatsen uppställda regler tillämpas på ett likformigt sätt gentemot alla som deltar i handeln, och

god genomlysning, som innebär att de som deltar i handeln får en snabb, samtidig och korrekt information om handeln och att allmänheten får tillfälle att ta del av sådan information.

Tillämpliga bestämmelser

2 § Bestämmelserna för börs i 2, 4 och 6 kap. skall, med i andra stycket angivna undantag, tillämpas även i fråga om auktoriserad marknadsplats.

För auktoriserad marknadsplats gäller inte bestämmelserna i 2 *"Utvalgets oppdrag og arbeid"* i kap. 1 § om sundhetsskrav, i 2 *"Kapitalmarkedet i Norge"* i kap. 6 § om styrelses storlek och verkställande direktör, i 4 *"Utvalgets oppdrag og arbeid"* i kap. 1 § andra stycket såvitt avser inregistrering av fondpapper, i 4 *"Historisk oversikt"* i kap. 3 § om kursnotering och information och i 4 *"Innledning og oversikt – behovet for et effektivt og velfungerende marked for verdipapirer i Norge"* i kap. 4 § om rapportering av avslut.

Deltagande i handeln

2a § En auktoriserad marknadsplats är skyldig att låta sådana institut och företag som avses i 3 *"Utvalgets oppdrag og arbeid"* i kap. 1 § första stycket 2–4 delta i handeln vid marknadsplatsen, om de uppfyller av marknadsplatsen uppställda krav. *Lag (1994:2017).*

Rapporteringsskyldighet

3 § En auktoriserad marknadsplats, där det förekommer notering av fondpapper som är inregistrerade vid börs, skall till börsen rapportera alla avslut i dessa fondpapper som sker vid marknadsplatsen eller som anmäls dit.

Kursnotering och information

4 § Kurser noteras med ledning av de köpanbud, säljanbud och betalkurser som förekommer vid eller anmäls till den auktoriserade marknadsplatsen. Information om kurser och omsättningsuppgifter skall beträffande varje finansiellt instrument som noteras vid den auktoriserade marknadsplatsen dagligen sammanställas och offentliggöras i den ordning och omfattning som regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, Finansinspektionen föreskriver. *Lag (1994:2017).*

Clearingorganisation

8 kap. Förutsättningar för tillstånd m. m.

Sundhetskrav

1 § En clearingorganisation skall driva sin verksamhet så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras samt i övrigt så att verksamheten kan anses sund. En clearingorganisation skall tillgodose de säkerhetskrav som är förenade med verksamheten.

Clearingorganisationen skall därvid tillämpa principerna om *fritt tillträde*, som innebär att var och en som uppfyller de krav som ställs i denna lag och av clearingorganisationen får delta i clearingen, och *neutralitet*, som innebär att av clearingorganisationen uppställda regler tillämpas på ett likformigt sätt gentemot alla clearingmedlemmar. *Lag (1996:180).*

Svenska företag

2 § Tillstånd för ett svenskt aktiebolag eller en svensk ekonomisk förening att driva clearingverksamhet får meddelas endast om

1. bolagsordningen eller stadgarna inte strider mot denna lag eller någon annan författning,
2. den planerade verksamheten kan antas komma att uppfylla de krav som anges i 1 §, och
3. företaget uppfyller de villkor i övrigt som anges i denna lag.

Utländska företag

3 § Ett utländskt företag får efter tillstånd av Finansinspektionen driva clearingverksamhet från avdelningskontor med självständig förvaltning (filial).

Tillstånd till filialetablering skall lämnas om

1. företaget i sitt hemland bedriver likartad clearingverksamhet och där står under tillsyn av en myndighet eller annat behörigt organ, och

2. den planerade verksamheten här i landet kan antas komma att uppfylla de krav som anges i 1 §.

För utländska företag gäller bestämmelserna i denna lag i tillämpliga delar. I övrigt gäller lagen (1992:160) om utländska filialer m.m.

Övrigt

4 § Bestämmelserna i 2 *"Historisk oversikt"* i kap. 3 § om ansökan innan bolaget eller föreningen har registrerats och om verksamhetsplan, i 2 *"Innledning og oversikt – behovet for et effektivt og velfungerende marked for verdipapirer i Norge"* i kap. 4 § om godkännande av bolagsordningen eller stadgar, i 2 *"Samfunnsøkonomiske sider ved børsvirksomhet og verdipapirmarkedet"* i kap. 5 § om kapital, i 2 *"Kapitalmarkedet i Norge"* i kap. 6 § om styrelsens storlek och verkställande direktör och i 2 *"Nåværende organisering av børsen og børsens relasjoner"* i kap. 8 § om sekretess skall tillämpas även i fråga om clearingorganisation.

I sin verksamhetsplan skall en clearingorganisation beskriva de huvudsakliga risker som är förenade med verksamheten och hur dessa risker skall hanteras (riskhanteringsplan). *Lag (1996:180).*

5 § En clearingorganisation skall genom eget kapital, garanti eller försäkring eller på annat liknande sätt ha en tillfredsställande beredskap att uppfylla ett sådant betalningsansvar som kan uppkomma för organisationen till följd av clearingverksamheten. *Lag (1996:180).*

Clearingmedlemmar

6 § En clearingorganisation får som medlemmar ha sådana institut och företag som avses i 3 *"Utvalgets oppdrag og arbeid"* i kap. 1 § första stycket 1-4 och även andra företag. I samtliga fall krävs att institutet eller företaget har en betryggande kapitalstyrka, ändamålsenlig organisation av verksamheten, nödvändiga riskhanteringsrutiner, säkra tekniska system och i övrigt bedöms vara lämpligt att delta i clearingverksamheten hos organisationen.

7 § En clearingmedlem får delta i clearingverksamheten för egen räkning. En clearingorganisation får medge svenska och utländska clearingorganisationer eller centrala värdepappersförvarare samt sådana institut och företag som avses i 3 *"Utvalgets oppdrag og arbeid"* i kap. 1 § första stycket 1-4 att delta i clearingverksamheten för annans räkning. *Lag (1996:180).*

8 § Clearingmedlemmar skall lämna clearingorgansiationen de upplysningar som behövs för att organisationen skall kunna fullgöra sina uppgifter enligt denna lag eller annan författning. *Lag (1996:180).*

9 § Om en clearingmedlem inte längre uppfyller de krav som anges i 6 §, skall clearingorganisationen besluta att medlemskapet skall upphöra.

En clearingorganisation får besluta att medlemskapet skall upphöra, om en clearingmedlem trots uppmaning från organisationen underlåter att fullgöra sin uppgiftsskyldighet enligt 8 §.

Har ett clearingmedlemskap upphört på grund av ett beslut enligt första eller andra stycket, får medlemmen, om det finns särskilda skäl, ändå vidta åtgärder i förhållande till clearingorganisationen för att skydda uppdragsgivare mot förlust. Lag (1996:180).

10 § Clearingmedlemmar som inte står under Finansinspektionens tillsyn eller motsvarande tillsyn i hemlandet är skyldiga att på inspektionens begäran lämna uppgifter om förhållanden som rör deltagandet i clearingverksamheten. Inspektionen får förelägga en sådan clearingmedlem att lämna de begärda uppgifterna. *Lag (1996:180).*

9 kap. Clearingorganisationens verksamhet

Inledande bestämmelse

1 § En clearingorganisation skall ha ändamålsenliga regler för hur clearingverksamheten hos organisationen skall gå till.

Clearingverksamheten skall ske under förhållanden som överensstämmer med denna lag och andra författningar samt med god sed på värdepappersmarknaden. *Lag (1996:180).*

Säkerhetskrav m.m.

2 § En clearingorganisation som inträder som part i handeln eller garanterar förpliktelser skall se till att det vid clearingverksamheten ställs betryggande säkerhet för gjorda åtaganden och att sådan säkerhet vidmakthålls så länge åtagandet består. Vid annan clearingverksamhet skall clearingorganisationen se till att det ställs säkerhet för gjorda åtaganden i den utsträckning det behövs.

Säkerhet skall anses betryggande om det kan antas att åtagandet kan avvecklas utan att ytterligare kapital behöver tillskjutas. *Lag (1996:180).*

3 § En clearingorganisation får besluta att efterge kravet på säkerhet, i den mån det är uppenbart att säkerhet inte behövs. Ett sådant beslut får inte tillämpas innan det har godkänts av Finansinspektionen.

4 § Regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, Finansinspektionen får meddela närmare föreskrifter om säkerhetskravet.

5 § Om en clearingorganisation träder in som part i handeln, skall organisationen se till att dess riskmässiga ställning i handeln är balanserad. Uppstår obalans skall organisationen omedelbart vidta åtgärder för att återställa jämvikten.

Sidoverksamhet

6 § En clearingorganisation får, utöver clearingverksamhet, i företaget driva endast sådan verksamhet som har nära samband med den.

I syfte att underlätta clearingverksamheten får en clearingorganisation, efter tillstånd av Finansinspektionen, inom kretsen av clearingmedlemmar förmedla lån av finansiella instrument och lämna kredit mot säkerhet.

Om det finns särskilda skäl, får Finansinspektionen tillåta en clearingorganisation att driva även annan verksamhet. *Lag (1996:180).*

Organisationsförvärv

7 § Förvärv av aktier eller andelar i företag kräver tillstånd av Finansinspektionen, om förvärvet ingår som ett led i organisationen av verksamheten.

Gemensamma bestämmelser

10 kap. Avbrytande av handel

Handelsstopp

1 § Om allmänheten inte har tillgång till information om ett viss finansiellt instrument på lika villkor eller inte i tillräcklig omfattning har tillgång till information om utgivaren, eller om det finns särskilda skäl, skall en börs eller auktoriserad marknadsplats besluta om handeln med det finansiella instrumentet skall avbrytas (handelsstopp). Sådant beslut får inte gälla längre än som oundgängligen behövs.

2 § Om handeln med ett visst finansiellt instrument vid en börs eller en auktoriserad marknadsplats har avbrutits och detta instrument utgör den underliggande tillgången för optioner eller terminer som är föremål för handel där eller vid någon annan börs eller marknadsplats, skall börsen respektive maknadsplatsen omedelbart avbryta handeln med optionerna eller terminerna. Detsamma gäller om den underliggande tillgången utgörs av annan egendom och det för den egendomen saknas tillförlitligt marknadsvärde. Handeln får återupptas först när handeln i det finansiella instrumentet återupptagits respektive när ett tillförlitligt marknadsvärde för egendomen finns.

Om det finns särskilda skäl, får Finansinspektionen medge undantag från första stycket.

3 § Om handel med ett viss finansiellt instrument vid en börs eller en auktoriserad marknadsplats har avbrutits enligt 1 eller 2 §, skall även handel med samma instrument vid annan börs eller marknadsplats avbrytas.

4 § Om en börs eller en auktoriserad marknadsplats i strid med 1, 2 eller 3 § underlåter att avbryta handeln med ett visst finansiellt instrument, får Finansinspektionen besluta att handeln med instrumentet skall avbrytas. Om inspektionens beslut gäller ett sådant fall som avses i 1 §, skall börsen eller marknadsplatsen i samråd med inspektionen besluta om när handeln kan återupptas.

Stängning

5 § Vid krig, krigsfara eller andra onormala förhållanden får regeringen besluta att all handel vid en börs eller en auktoriserad marknadsplats skall avbrytas. I brådskande fall får sådant beslut meddelas av börsen eller marknadsplatsen efter samråd med Finansinspektionen. Börsen eller marknadsplatsens beslut, som får avse högst en vecka, skall omedelbart underställas regeringen.

Offentliggörande av beslut om handelsstopp eller stängning

6 § Beslut enligt detta kapitel skall omedelbart offentliggöras. Om sådant beslut fattas av börsen eller den auktoriserade marknadsplatsen, skall den dessutom samtidigt underrätta Finansinspektionen.

11 kap. Tillsyn

Upplysningsskyldighet

1 § Företag med auktorisation eller tillstånd enligt denna lag står under tillsyn av Finansinspektionen. Företagen skall lämna inspektionen de upplysningar om sin verksamhet och därmed sammanhängande omständigheter som inspektionen begär.

2 § Regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, Finansinspektionen får meddela föreskrift om

1. vilka upplysningar företagen skall lämna till inspektionen,
2. företagens löpande bokföring, årsbokslut och årsredovisning samt förvaring och inventering av värdehandlingar.

Hur tillsynen skall bedrivas

3 § Finansinspektionen skall vid sin tillsyn över företagen se till att en sund utveckling av värdepappersmarknaden främjas.

4 § Finansinspektionen får förordna en revisor att med övriga revisorer delta i revisionen av ett företag. Inspektionen får när som helst återkalla ett sådant förordnande och utse en ny revisor.

Revisorn har rätt till skäligt arvode av företaget för sitt arbete. Arvodens storlek bestäms av inspektionen.

5 § Finansinspektionen får, när det anses nödvändigt, sammankalla styrelsen i ett företag.

Har företagets styrelse inte rättat sig efter en begäran från Finansinspektionen om att kalla till en extra stämma, får inspektionen utfärda sådan kallelse.

Företrädare för inspektionen får närvara vid stämma och vid sådant styrelsesammanträde som inspektionen har sammankallat samt delta i överläggningarna.

Ingripande mot företag som står under tillsyn

6 § Om ett företag har fattat ett beslut som strider mot denna lag eller någon annan författning som reglerar dess verksamhet, mot föreskrift som meddelats med stöd av denna lag eller någon annan författning eller mot bolagsordningen eller stadgarna, får Finansinspektionen förbjuda att beslutet verkställs. Har beslutet redan verkställts, får inspektionen förelägga företaget att göra rättelse, om detta är möjligt.

Återkallelse av autorisation m.m.

7 § Auktorisation eller tillstånd som enligt denna lag har lämnats ett företag skall återkallas av Finansinspektionen om

1. företaget genom att överträda denna lag eller någon föreskrift som har meddelats med stöd av lagen eller på annat sätt visat sig olämpligt att utöva sådan verksamhet som autorisationen eller tillståndet avser, <2>2. företaget inte bedriver sådan verksamhet som autorisationen eller tillståndet avser, eller

3. såvitt avser svenskt aktiebolag, bolagets egna kapital understiger två tredjedelar av det registrerade aktiekapitalet och bristen inte har täcks inom tre månader från det att den blev känd för bolaget.

Om det är tillräckligt får inspektionen i de fall som anges i första stycket 1 meddela varning i stället för att återkalla auktorisationen eller tillståndet.

Vid återkallelse av ett tillstånd att driva clearingverksamhet får inspektionen besluta om hur rörelsen skall avvecklas.

Ett beslut om återkallelse av tillstånd att driva clearingverksamhet får förenas med förbud att fortsätta verksamheten.

Ingripande mot den som saknar tillstånd m.m.

8 § Om någon driver clearingverksamhet som kräver tillstånd enligt denna lag utan att ha sådant tillstånd, skall Finansinspektionen förelägga honom att upphöra med detta. Detsamma gäller om någon i handel med finansiella instrument använder någon av beteckningarna börs och auktoriserad marknadsplats utan att vara auktoriserad som sådan.

Är det osäkert om en viss verksamhet omfattas av tillståndsplikt enligt denna lag, får Finansinspektionen förelägga den som driver verksamheten att lämna de upplysningar om verksamheten som behövs för att bedöma om lagen är tillämplig.

Ett föreläggande enligt denna paragraf som avser ett utländskt företag får riktas såväl mot det utländska företaget som mot den som här i landet är verksam för företagets räkning. *Lag (1996:180).*

Avgifter m.m.

9 § För prövning av ansökan om auktorisation eller tillstånd enligt denna lag skall sökanden betala avgift enligt de närmare föreskrifter som regeringen meddelar. Om Finansinspektionen för bedömning av en viss fråga i prövningen eller vid den löpande tillsynen behöver anlita någon med särskild fackkunskap, skall kostnaden för detta betalas av sökanden eller det företag som tillsynen avser.

Företag som står under tillsyn enligt denna lag skall med årliga avgifter bekosta Finansinspektionens verksamhet enligt de närmare föreskrifter regeringen meddelar.

Vite

10 § Om Finansinspektionen meddelar föreläggande eller förbud enligt 8 *"Nærmere om børsens forretningsmessige drift og administrasjon"* i kap. 10 § eller 11 *"Kapitalmarkedet i Norge"* i kap. 6- *"Nåværende organisering av børsen og børsens relasjoner"* i 8 §§ denna lag, får inspektionen förelägga vite. *Lag (1996:180).*

12 kap. Överklagande

1 § Finansinspektionens beslut enligt 11 *"Samfunnsøkonomiske sider ved børsvirksomhet og verdipapirmarkedet"* i kap. 5 § och 8 § andra stycket får inte överklagas.

Beslut som Finansinspektionen meddelar med stöd av 1 *"Utvalgets oppdrag og arbeid"* i kap. 1 §, 2 *"Innledning og oversikt – behovet for et effektivt og velfungerende marked for verdipapirer i Norge"* i kap. 4 §, 4 *"Samfunnsøkonomiske*

sider ved børsvirksomhet og verdipapirmarkedet" i kap. 5 §, 8 *"Historisk oversikt"* i kap. 3 §, 9 *"Kapitalmarkedet i Norge"* i kap. 6 §, 10 *"Innledning og oversikt – behovet for et effektivt og velfungerende marked for verdipapirer i Norge"* i kap. 4 § och 11 *"Nåværende verdipapirmarkedsstruktur i Norge"* i kap. 7 § får överklagas hos kammarrätten.

Andra beslut som Finansinspektionen meddelar enligt denna lag får överklagas hos länsrätten. Prövningstillstånd krävs vid överklagande till kammarrätten av länsrättens avgörande.

Inspektionen får bestämma att ett beslut om förbud eller föreläggande enligt 11 *"Kapitalmarkedet i Norge"* i kap. 6 § eller om återkallelse enligt 11 *"Nåværende verdipapirmarkedsstruktur i Norge"* i kap. 7 § skall gälla omedelbart. *Lag (1995:89).*

2 § Den som är missnöjd med ett beslut av en börs att avslå en ansökan om inregistrering av fondpapper eller att avregistrera fondpapper kan väcka talan mot börsen vid allmän domstol inom tre månader från den dag då beslutet meddelades. Om talan inte väcks inom denna tid är rätten till talan förlorad.

Vedlegg 5

Rådsdirektiv 79/279/EØF om samordning av vilkårene for opptak av verdipapirer til offisiell notering på en fondsbørs

Rådet for de europeiske fellesskap har —

under henvisning til traktaten om opprettelse av Det europeiske økonomiske fellesskap, særlig artikkel 54 paragraf 3 bokstav g) og artikkel 100,

under henvisning til forslag fra Kommisjonen [EFT nr. C 56 av 10.3.1976, s. 3.],

under henvisning til uttalelse fra Europaparlamentet [EFT nr. C 238 av 11.10.1976, s. 38.],

under henvisning til uttalelse fra Den økonomiske og sosiale komité [EFT nr. C 204 av 30.8.1976, s. 5.], og

ut fra følgende betraktninger:

Samordningen av vilkårene for opptak av verdipapirer til offisiell notering på fondsbørser som er beliggende eller utøver virksomhet i medlemsstaten, kan gi investorer likt vern innen Fellesskapet fordi investorene gis mer ensartede garantier i de forskjellige medlemsstater. Den vil i hver av disse stater lette opptak til offisiell notering av verdipapirer fra andre medlemsstater, og også notering av et verdipapir på flere fondsbørser i Fellesskapet. Denne samordningen vil følgelig muliggjøre en sterkere integrering av de nasjonale verdipapirmarkedene og dermed bidra til opprettelsen av et europeisk kapitalmarked.

Samordningen skal gjelde verdipapirer uavhengig av utstederens rettslige status og må derfor også gjelde verdipapirer utstedt av tredjestater eller deres lokale administrative enheter eller av internasjonale offentligrettslige instanser. Dette direktiv dekker derfor enheter som ikke omfattes av traktatens artikkel 58 annet ledd, og går ut over anvendelsesområdet for artikkel 54 paragraf 3 bokstav g) samtidig som den direkte berører det felles markeds opprettelse og funksjon i henhold til artikkel 100.

Det bør være mulig å prøve for domstolene en avgjørelse truffet av vedkommende nasjonale myndighet med hensyn til anvendelsen av dette direktiv, men uten at domstolene kan prøve myndighetenes skjønn.

I første omgang bør denne samordning være tilstrekkelig fleksibel slik at det kan tas hensyn til de nåværende strukturelle forskjeller mellom medlemsstatenes verdipapirmarkeder og til å gjøre det mulig for medlemsstatene å ta hensyn til de spesielle situasjoner som kan oppstå.

Av denne grunn bør samordningen i begynnelsen begrenses til å fastsette minimumskrav for opptak av verdipapirer til offisiell notering på fondsbørser som er beliggende eller utøver virksomhet i medlemsstatene, uten dermed å gi utstederne rett til børsnotering.

Denne delvise samordning av vilkårene for opptak til offisiell børsnotering utgjør det første skritt mot en senere mer vidtgående tilnærming av medlemsstatenes lovgivning på dette område —

Vedtatt dette direktiv:

AVSNITT I

Alminnelige bestemmelser

Artikkel 1

1. Dette direktiv omhandler verdipapirer som er opptatt til offisiell notering eller som er gjenstand for en søknad om opptak til offisiell notering på en fondsbørs som er beliggende eller utøver virksomhet i en medlemsstat.

2. Medlemsstatene kan unnlate å anvende dette direktiv på:

- andeler utstedt av foretak for kollektiv investering av annen type enn lukket,
- verdipapirer utstedt av en medlemsstat eller dens lokale administrative enheter.

Artikkel 2

Ved gjennomføringen av dette direktiv menes med:

a) foretak for kollektiv investering av annen type enn lukket: verdipapirfond og investeringsselskaper
   - hvis formål er kollektiv investering av kapital skaffet til veie ved henvendelse til offentligheten, og som bygger på prinsippet om risikospredning, og
   - der andelene på innehaverens anmodning gjenkjøpes eller innløses direkte eller indirekte over disse foretaks aktiva. Tiltak slike foretak treffer for å sikre at markedsverdien av deres andeler ikke avviker merkbart fra substansverdien, skal stilles likt med slike tilbakekjøp eller innløsninger,

b) andeler: verdipapirer som er utstedt av foretak for kollektiv investering og som representerer deltakernes rettigheter i disse foretaks aktiva,

c) europeisk regneenhet: den regneenhet som er definert i artikkel 10 i finansforordningen av 21. desember 1977, om De europeiske fellesskaps alminnelige budsjett [EFT nr. L 356 av 31.12.1977, s. 1.] .

Artikkel 3

Medlemsstatene skal påse:

- at verdipapirer ikke blir opptatt til offisiell notering på en fondsbørs som er beliggende eller utøver virksomhet på deres territorium, med mindre de vilkår som er fastlagt ved dette direktiv er oppfylt, og
- at utstedere av verdipapirer som er opptatt til slik offisiell notering, enten opptaket finner sted før eller etter dagen for iverksettelse av dette direktiv, er underlagt pliktene i dette direktiv.

Artikkel 4

1. Opptak av verdipapirer til offisiell notering er underlagt vilkårene i oversikt A og B, som følger som vedlegg til dette direktiv, alt etter som det er tale om aksjer eller obligasjoner.

2. Utstedere av verdipapirer som er opptatt til offisiell notering, skal overholde pliktene i oversikt C og D som følger som vedlegg til dette direktiv, alt etter som det er tale om aksjer eller obligasjoner.

3. Bevis for aksjer kan opptas til offisiell notering bare når utstederen av de representerte aksjer oppfyller vilkårene i avsnitt I nr. 1—3 i oversikt A og pliktene anført i oversikt C, og dersom aksjebevisene oppfyller vilkårene i avsnitt II nr. 1—6 i oversikt A.

Artikkel 5

1. Medlemsstatene kan, med forbehold for forbudene fastsatt i artikkel 6 og i oversikt A og B, stille strengere vilkår for opptak av verdipapirer til offisiell notering enn dem som er anført i oversikt A og B eller stille tilleggsvilkår, forutsatt at disse strengere vilkår eller tilleggsvilkår gjelder generelt for alle utstedere eller for enkelte kategorier utstedere, og at de har vært offentliggjort før slike verdipapirer søkes opptatt til notering.

2. Medlemsstatene kan pålegge utstedere av verdipapirer som er opptatt til offisiell notering, strengere plikter enn dem som er anført i oversikt C og D, eller tilleggsplikter, forutsatt at disse strengere plikter eller tilleggsplikter gjelder generelt for alle utstedere eller for enkelte kategorier utstedere.

3. Medlemsstatene kan på samme vilkår som fastsatt i artikkel 7, tillate unntak fra de strengere vilkår eller tilleggsvilkå r nevnt i nr. 1 og 2 i denne artikkel. 4. Medlemsstatene kan i samsvar med gjeldende nasjonal lovgivning, kreve at utstedere av verdipapirer opptatt til offisiell notering regelmessig stiller til rådighet for offentligheten opplysninger om sin økonomiske stilling og om hvordan virksomheten generelt utvikler seg.

Artikkel 6

Medlemsstatene kan ikke stille som vilkår for opptak til offisiell notering av verdipapirer utstedt av selskaper eller andre juridiske personer som er hjemmehørende i en annen medlemsstat, at verdipapirene allerede må være opptatt til offisiell notering på en fondsbørs som er beliggende eller utøver virksomhet i en av medlemsstatene.

Artikkel 7

De unntak fra vilkårene for opptak til offisiell notering som tillates i samsvar med oversikt A og B, skal ha generell gyldighet for alle utstedere når omstendighetene som berettiger unntakene, er av samme art.

Artikkel 8

Medlemsstatene kan unnlate å anvende vilkårene i oversikt B og pliktene i oversikt D avsnitt A nr. 4) bokstav a) og c) ved søknad om opptak til offisiell notering av obligasjoner utstedt av selskaper eller andre juridiske personer som er hjemmehørende i en medlemsstat, og som er stiftet eller regulert ved en særlov eller i henhold til en slik lov når innløsning og utbetaling av renter i

forbindelse med disse obligasjoner er garantert av en medlemsstat eller av en av dens delstater.

AVSNITT II

Myndigheter som har kompetanse med hensyn til opptak av verdipapirer til offisiell børsnotering

Artikkel 9

1. Medlemsstatene skal utpeke den eller de nasjonale myndigheter som har kompetanse til å treffe avgjørelse om opptak av verdipapirer til offisiell 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 myndigheter har de nødvendige fullmakter til å utføre sine oppgaver.

3. Med forbehold for de øvrige fullmakter som er tillagt vedkommende myndigheter, kan de avslå en søknad om opptak av et verdipapir til offisiell notering dersom utstederens situasjon etter deres oppfatning er av en slik art at opptaket er i strid med investorenes interesser.

Artikkel 10

Som unntak fra artikkel 5 kan medlemsstatene, utelukkende for å verne investorene, gi vedkommende myndigheter fullmakt til å gjøre opptaket av et verdipapir til offisiell notering avhengig av særlige vilkår som vedkommende myndigheter anser formålstjenl ig og som de uttrykkelig har meddelt søkeren.

Artikkel 11

Vedkommende myndigheter kan avslå å oppta til offisiell notering et verdipapir som allerede er opptatt til notering i en annen medlemsstat når utstederen ikke oppfyller de plikter som følger av opptaket i den sistnevnte medlemsstat.

Artikkel 12

Med forbehold for andre tiltak eller straffetiltak vedkommende myndigheter kan vedta dersom en utsteder ikke overholder pliktene som følger av opptak til offisiell notering, kan de offentliggjøre det forhold at utstederen ikke oppfyller disse plikter.

Artikkel 13

1. En utsteder hvis verdipapirer opptas til offisiell notering, skal fremlegge for vedkommende myndigheter alle opplysninger myndighetene anser som tjenlige med tanke på å verne investorene eller sikre at markedet fungerer tilfredsstillende.

2. Når det er nødvendig for å verne investorene eller for at markedet skal fungere tilfredsstillende, kan vedkommende myndigheter kreve at en utst-

eder offentliggjør bestemte opplysninger i den form og innen de tidsfrister som de anser for passende. Dersom utstederen ikke retter seg etter dette vilkår, kan vedkommende kompetente myndigheter selv offentliggjøre denne opplysning etter å ha gitt utstederen anledning til å uttale seg.

Artikkel 14

1. Vedkommende myndigheter kan beslutte å suspendere noteringen av et verdipapir når det er fare for at markedet i en periode ikke fungerer eller ikke kommer til å fungere tilfredsstillende, eller når det er nødvendig for å verne investorene.

2. Vedkommende myndigheter kan beslutte å stryke et verdipapir av kurslisten når de er overbevist om at en normal og regelmessig omsetning av verdipapiret grunnet særlige omstendigheter ikke lenger er mulig.

Artikkel 15

1. Medlemsstatene skal påse at enhver beslutning truffet av vedkommende myndigheter om å avslå opptak av et verdipapir til offisiell notering eller å stryke et verdipapir av børslisten, kan prøves for domstolene. 2. Enhver beslutning i forbindelse med en søknad om opptak til offisiell notering skal meddeles søkeren innen seks måneder etter at søknaden er mottatt eller, dersom vedkommende myndigheter i løpet av dette tidsrom krever tilleggsopplysninger, innen seks måneder etter at søkeren har fremlagt disse opplysningene.

2. Dersom det ikke foreligger en beslutning innen de tidsfrister som er nevnt i nr. 2, skal dette betraktes som et avslag på søknaden . Denne beslutning kan prøves for domstolene i samsvar med nr. 1.

Artikkel 16

Når søknaden om opptak til offisiell notering gjelder bevis for aksjer, kan den komme i betraktning bare når vedkommende myndigheter mener at utstederen av aksjebevisene tilbyr tilstrekkelig sikkerhet for investorene.

AVSNITT III

Offentliggjøring av opplysninger som skal stilles til rådighet for offentligheten

Artikkel 17

1. De opplysninger som utstedere av et verdipapir opptatt til offisiell notering i en medlemsstat plikter å stille til rådighet for offentligheten i samsvar med vilkårene i oversikt C og D, skal offentliggjøres i en eller flere dagsaviser som er landsdekkende eller har stor utbredelse i medlemsstaten, eller fremlegges for offentlighet en, enten skriftlig på steder som angis ved bekjentgjørelse i en eller flere dagsaviser som har stor utbredelse i medlemsstaten, eller på en tilsvarende måte som er godkjent av vedkommende myndigheter. Utstederne skal samtidig sende de samme opplysninger til vedkommende myndigheter.

2. Opplysningene nevnt i nr. 1 skal avfattes på det eller de offisielle språk, eller på ett av de offisielle språk, eller på et annet språk, forutsatt at det eller

de offisielle språk, eller det annet språk, vanligvis er i bruk på finansområdet og er godkjent av vedkommende myndigheter.

AVSNITT IV

Samarbeid mellom medlemsstatene

Artikkel 18

1. Vedkommende myndigheter skal samarbeide når det måtte være nødvendig for å kunne utføre sine oppgaver, og skal for dette formål utveksle alle nødvendige opplysninger.

2. Dersom det for samme verdipapir samtidig eller med korte mellomrom søkes om opptak til offisiell notering på fondsbørser som er beliggende eller utøver virksomhet i flere medlemsstater, eller dersom det søkes om opptak til notering for et verdipapir som allerede er notert på en fondsbørs i en annen medlemsstat, skal vedkommende myndigheter underrette hverandre og treffe de tiltak som er nødvendige for å fremskynde prosedyren og for i størst mulig grad å forenkle de formaliteter og eventuelle ytterligere vilkår som må oppfylles for at det aktuelle verdipapir kan opptas til notering.

3. For å lette vedkommende myndigheters arbeid skal det av søknaden om opptak til offisiell notering på en fondsbørs som er beliggende eller utøver virksomhet i en medlemsstat, fremgå om en slik søknad samtidig eller tidligere er innsendt i en annen medlemsstat eller i nær fremtid vil bli det.

Artikkel 19

1. Medlemsstatene skal bestemme at alle som er eller har vært beskjeftiget hos vedkommende myndigheter, skal være bundet av taushetsplikt. Dette innebærer at de fortrolige opplysninger de mottar i forbindelse med sitt arbeid, ikke kan gis videre til noen annen person eller myndighet, unntatt når dette skjer i henhold til lov.

2. Nr. 1 skal likevel ikke være til hinder for at vedkommende myndigheter i de forskjellige medlemsstater utveksler de opplysninger som er omhandlet i dette direktiv. Opplysninger utvekslet på denne måte omfattes av den taushetsplikt som gjelder for personer som er eller har vært beskjeftiget hos vedkommende myndigheter som mottar opplysningene.

AVSNITT V

Kontaktkomité

Artikkel 20

1. Det skal under Kommisjonen nedsettes en kontaktkomité, heretter kalt «komiteen», som har som oppgave:

a) med forbehold for traktatens artikkel 169 og 170, å lette en harmonisert iverksettelse av dette direktiv ved regelmessig samråd om konkrete problemer som måtte oppstå i forbindelse med dets gjennomføring, der en utveksling av synspunkter anses å være nyttig,

b) å lette arbeidet med å oppnå enighet mellom medlemsstaten e om strengere eller ytterligere vilkår og plikter som de i henhold til artikkel 5 i dette direktiv har rett til å kreve på det nasjonale plan,
c) om nødvendig å gi Kommisjonen råd om tilføyelser og endringer i dette direktiv eller om den tilpasning som skal foretas i samsvar med artikkel 21.

2. Komiteen har ikke til oppgave å vurdere berettigelsen av enkeltvedtak gjort av vedkommende myndigheter.

3. Komiteen skal være sammensatt av personer som er utpekt av medlemsstatene og av representanter for Kommisjonen. Formannen skal være en representant for Kommisjonen. Sekretariatsfunksjonene skal ivaretas av Kommisjonens kontorer.

4. Komiteen innkalles av formannen, enten på hans eget initiativ eller på anmodning fra en medlemsstats delegasjon. Komiteen fastsetter selv sin forretningsorden.

Artikkel 21

1. For å kunne tilpasse minimumsbeløpet for forventet markedsverdi fastlagt i avsnitt I nr. 2 i oversikt A etter hva den økonomiske situasjon krever, skal Kommisjonen forelegge forslag til tiltak for komiteen. Komiteen skal avgi uttalelse innen den tidsfrist formannen fastsetter. Den treffer sin avgjørelse med et flertall på 41 stemmer, og medlemsstatenes stemmer har den vekt som er fastsatt i traktatens artikkel 148 paragraf 2.

2. Når komiteen har avgitt en uttalelse som støtter Kommisjonens forslag, vedtar denne de påtenkte tiltak.

Når komiteens uttalelse ikke er i samsvar med Kommisjonens forslag, eller når det innen den fastsatte tidsfrist ikke er avgitt noen uttalelse, skal Kommisjonen umiddelbart fremlegge for Rådet, som treffer sin avgjørelse ved kvalifisert flertall, et forslag til tiltak.

Dersom Rådet ikke har truffet sin beslutning innen utløpet av tre måneder regnet fra den dag det fikk saken forelagt, skal Kommisjonen vedta de foreslåtte tiltak.

AVSNITT VI

Sluttbestemmelser

Artikkel 22

1. Medlemsstatene skal treffe de tiltak som er nødvendige for å etterkomme dette direktiv, innen to år etter at det er meddelt dem, og umiddelbart underrette Kommisjonen om dette.

Denne frist forlenges med ett år for de medlemsstater som samtidig innfører dette direktiv og det kommende rådsdirektiv om prospekter som skal offentliggjøres i forbindelse med opptak til offisiell notering på en fondsbørs av verdipapirer utstedt av selskaper som definert i traktatens artikkel 58 annet ledd.

2. Etter at det er gitt underretning om dette direktiv, skal medlemsstatene oversende Kommisjonen teksten til de viktigste lover og forskrifter som blir vedtatt på det området dette direktiv omhandler.

Artikkel 23

Dette direktiv er rettet til medlemsstatene. Utferdiget i Brussel, 5. mars 1979.

For Rådet
J. FRANCOIS—PONCET
Formann

OVERSIKT A

Vilkår for opptak av aksjer til offisiell notering på fondsbørser

I. Krav til selskap hvis aksjer søkes opptatt til offisiell notering

1. Selskapets rettslige stilling

Selskapets rettslige stilling skal være i samsvar med de lover og forskrifter som gjelder for selskapet, med hensyn til både dets stiftelse og til dets virksomhet i henhold til vedtektene.

2. Selskapets minimumsstørrelse

Forventet markedsverdi av de aksjer som søkes opptatt til offisiell børsnotering eller, dersom verdien ikke kan anslås, selskapets egenkapital, herunder resultatet fra siste regnskapsår, skal være minst én million europeiske regneenheter.

Medlemsstatene kan likevel bestemme at opptak til offisiell børsnotering kan finne sted selv om dette vilkår ikke er oppfylt, når vedkommende myndigheter er sikre på at det vil være et tilstrekkelig marked for de aktuelle aksjer.

En medlemsstat kan ved opptak til offisiell notering kreve en høyere forventet markedsverdi eller en høyere egenkapital bare dersom det i denne stat finnes et annet regulert, anerkjent og åpent marked som fungerer regelmessig, og kravene til dette markedet er i samsvar med eller mindre strenge enn kravene nevnt i første ledd.

Vilkåret nevnt i første ledd gjelder ikke ved opptak til offisiell notering av en tilleggstransje med aksjer av samme klasse som de aksjer som allerede er opptatt.

Motverdien i nasjonal valuta av én million europeiske regneenheter skal til å begynne med være den verdi som gjelder på dagen for vedtakelse av dette direktiv.

Dersom markedsverdien i nasjonal valuta som en følge av endringer i motverdien av den europeiske regneenhet gjennom en periode på ett år ligger minst 10% over eller under verdien av én million europeiske regneenheter, skal medlemsstatene innen tolv måneder regnet fra periodens utløp tilpasse sine lover eller forskrifter til bestemmelsen i første ledd.

3. Selskapets varighet

Et selskap skal, i samsvar med nasjonal lovgivning, ha offentliggjort eller innsendt sine tre siste årsregnskaper før søknad om opptak til offisiell notering. Vedkommende myndigheter kan unntaksvis gi dispensasjon fra dette krav når det er ønskelig av hensyn til samfunnet og investorene og vedkommende myndigheter er sikre på at investorene har den nødvendige informasjon til rådighet for å kunne foreta en godt fundert vurdering av selskapet og av aksjene som søkes opptatt til offisiell notering.

II. Krav til aksjer som søkes opptatt til offisiell notering

1. Aksjenes rettslige stilling

Aksjenes rettslige stilling skal være i samsvar med gjeldende lover og forskrifter for aksjer.

2. Aksjenes omsettelighet

Aksjene skal være fritt omsettelige.

Vedkommende myndigheter kan sidestille ikke fullt innbetalte aksjer med fritt omsettelige aksjer når det er truffet tiltak for å sikre at aksjenes omsettelighet ikke begrenses, og når omsetningen finner sted på en åpen og korrekt måte ved tilstrekkelig informasjon til offentligheten.

Ved opptak til offisiell notering av aksjer som bare kan erverves dersom godkjenning er gitt, kan vedkommende myndighet fravike første ledd bare når anvendelsen av godkjenningsklausulen ikke skaper forstyrrelser i markedet.

3. Offentlig emisjon før opptak til offisiell notering

Dersom offentlig emisjon finner sted før opptak til offisiell notering, skal tegningsperioden være avsluttet før første notering.

4. Aksjenes spredning

Et tilstrekkelig antall aksjer skal være spredt til offentligheten i én eller flere medlemsstater senest på tidspunktet for opptak.

Dette vilkår skal ikke gjelde når spredningen av aksjene til offentligheten skal skje over fondsbørsen. I så fall kan det treffes avgjørelse om opptak til offisiell notering bare når vedkommende myndigheter er sikre på at at det i løpet av kort tid vil bli spredt et tilstrekkelig antall aksjer over fondsbørs en.

Dersom det søkes om opptak til offisiell notering for en tilleggstransje med aksjer av samme klasse, kan vedkommende myndigheter vurdere om det i forhold til samtlige utstedte aksjer, og ikke bare i forhold til denne tilleggstransje, har funnet sted en tilstrekkelig spredning av aksjene til offentligheten.

Dersom aksjene er opptatt til offisiell notering i én eller flere tredjestater, kan vedkommende myndigheter som unntak fra første ledd likevel bestemme at aksjene skal opptas til offisiell notering dersom et tilstrekkelig antall aksjer er spredt til offentligheten i den eller de tredjestater der de er notert.

En tilstrekkelig spredning anses å foreligge når de aksjer som søkes opptatt til notering enten er fordelt til offentligheten med minst 25% av tegnet

aksjekapital representert av den aktuelle aksjeklasse, eller når markedets normale funksjon er sikret med en lavere prosentdel på grunn av et stort antall aksjer av samme aksjeklasse og deres omfattende spredning til offentligheten.

5. Notering av aksjer av samme aksjeklasse

Søknaden om opptak til offisiell notering skal omfatte alle allerede utstedte aksjer i samme aksjeklasse.

Medlemsstatene kan imidlertid bestemme at dette vilkåret ikke skal gjelde søknader som ikke omfatter samtlige allerede utstedte aksjer i samme aksjeklasse, når de aksjer i denne klasse som ikke søkes opptatt, utgjør en del av aksjeposter som skal tjene til å beholde kontrollen over selskapet eller i henhold til avtale ikke er omsettelige i en bestemt periode, forutsatt at offentligheten opplyses om disse forhold og at forholdene ikke fører til at innehaverne av de aksjer som søkes opptatt til offisiell notering blir skadelidende.

6. Aksjenes fysiske utforming

For opptak til offisiell notering av aksjer som er utstedt av selskaper hjemmehørende i en annen medlemsstat, og som har en fysisk utforming, er det nødvendig og tilstrekkelig at denne fysiske utforming er i samsvar med gjeldende regler i den annen medlemsstat. Dersom den fysiske utforming ikke er i samsvar med gjeldende regler i medlemsstaten der det er søkt om opptak til offisiell notering, skal vedkommende myndigheter i denne stat gjøre dette forhold kjent for offentligheten.

Den fysiske utforming på aksjer utstedt av selskaper hjemmehørende i en tredjestat skal gi tilstrekkelig sikkerhet for investorene.

7. Aksjer utstedt av selskaper i en tredjestat

Dersom aksjer utstedt av et selskap hjemmehørende i en tredjestat ikke noteres i opprinnelsesstaten eller i den stat der aksjene har størst spredning, kan de ikke opptas til offisiell notering med mindre vedkommende myndigheter er sikre på at manglende notering i opprinnelsesstaten eller i den stat der aksjene har størst spredning, ikke skyldes behovet for å verne investorene.

OVERSIKT B

Vilkår for opptak av obligasjoner til offisiell notering på fondsbørser

A. OPPTAK TIL OFFISIELL NOTERING AV OBLIGASJONER UTSTEDT AV ET FORETAK

I. Krav til foretak hvis obligasjoner søkes opptatt til offisiell notering

Foretakets rettslige stilling

Foretakets rettslige stilling skal være i samsvar med de lover og forskrifter som gjelder for foretaket, med hensyn til både dets stiftelse og til dets virksomhet i henhold til vedtektene.

II. Krav til obligasjoner som søkes opptatt til offisiell notering

1. Obligasjonenes rettslige stilling

Obligasjonenes rettslige stilling skal være i samsvar med de lover og forskrifter som gjelder for obligasjoner.

2. Obligasjonenes omsettelighet

Obligasjonene skal være fritt omsettelige.

Vedkommende myndigheter kan sidestille ikke fullt innbetalte obligasjoner med fritt omsettelige obligasjoner når det er truffet tiltak for å sikre at obligasjonenes omsettelighet ikke begrenses, og når omsetningen finner sted på en åpen og korrekt måte ved at offentligheten får fyllestgjørende informasjon.

3. Offentlig emisjon før opptak til offisiell notering

Dersom offentlig emisjon finner sted før opptak til offisiell notering, skal tegningsperioden være avsluttet før første notering. Denne bestemmelse gjelder ikke ved åpen emisjon av obligasjoner når det ikke er fastsatt hvilken dag tegningsperioden skal avsluttes.

4. Notering av obligasjoner fra samme emisjon

Søknad om opptak til offisiell notering skal omfatte alle obligasjoner fra samme emisjon.

5. Obligasjonenes fysiske utforming

For opptak til offisiell notering av obligasjoner som er utstedt av foretak hjemmehørende i en annen medlemsstat, og som har en fysisk utforming, er det nødvendig og tilstrekkelig at denne fysiske utforming er i samsvar med gjeldende regler i den annen medlemsstat. Dersom den fysiske utforming ikke er i samsvar med gjeldende regler i den medlemsstat der det søkes om opptak til offisiell notering, skal vedkommende myndigheter i denne stat gjøre dette forhold kjent for offentligheten.

Den fysiske utforming på obligasjoner som er utstedt i en enkelt medlemsstat, skal likevel være i samsvar med gjeldende regler i denne medlemsstat.

Den fysiske utforming på obligasjoner som er utstedt av foretak hjemmehørende i en tredjestat, skal gi tilstrekkelig sikkerhet for investorene.

III. Andre vilkår

1. Lånets minimumsbeløp

Lånet kan ikke være mindre enn 200 000 europeiske regneenheter. Dette vilkår gjelder ikke for åpen emisjon av obligasjoner når lånets størrelse ikke er fastsatt.

Medlemsstatene kan likevel bestemme at en manglende oppfyllelse av dette vilkår ikke er til hinder for opptak til offisiell notering når vedkommende

myndigheter er sikre på at det vil være et tilstrekkelig marked for de obligasjoner det gjelder.

Motverdien i nasjonal valuta av 200 000 europeiske regneenheter skal til å begynne med være den verdi som gjelder på dagen for vedtakelse av dette direktiv.

Dersom minimumsbeløpet for lånet uttrykt i nasjonal valuta som følge av endringer i motverdien i nasjonal valuta av den europeiske regneenhet gjennom en periode på ett år ligger minst 10% under verdien av 200 000 europeiske regneenheter, skal medlemsstaten innen 12 måneder regnet fra periodens utløp tilpasse sine lover og forskrifter til bestemmelsen i første ledd.

2. Konvertible obligasjoner, ombyttelige obligasjoner og obligasjoner med kjøpsrett

Konvertible obligasjoner, ombyttelige obligasjoner og obligasjoner med kjøpsrett kan opptas bare til offisiell notering dersom de aksjer de er knyttet til allerede er opptatt, eller opptas samtidig, til notering på samme fondsbørs eller på et annet regulert, anerkjent og åpent marked som fungerer regelmessig.

Medlemsstatene kan likevel som unntak fra første ledd gi tillatelse til opptak til offisiell notering av konvertible obligasjoner, ombyttelige obligasjoner og obligasjoner med kjøpsrett når vedkommende myndigheter er sikre på at obligasjonenes innehavere har alle de opplysninger som er nødvendige for å kunne bedømme verdien av aksjene disse obligasjoner er knyttet til.

B. OPPTAK TIL OFFISIELL NOTERING AV OBLIGASJONER UTSTEDT AV EN STAT ELLER AV DENNE STATS LOKALE ADMINISTRATIVE ENHETER ELLER AV EN INTERNASJONAL STATLIG ORGANISASJON

1. Obligasjonenes omsettelighet

Obligasjonene skal være fritt omsettelige.

2. Offentlig emisjon før opptak til offisiell notering

Dersom en offentlig emisjon finner sted før opptak til offisiell notering, skal tegningsperioden være avsluttet før første notering. Denne bestemmelse gjelder ikke når det ikke er fastsatt hvilken dag tegningsperioden skal avsluttes.

3. Notering av obligasjoner fra samme emisjon

Søknad om opptak til offisiell notering skal omfatte alle obligasjoner fra samme emisjon.

4. Obligasjonenes fysiske utforming

For opptak til offisiell notering av obligasjoner som er utstedt av en medlemsstat eller av dens lokale administrative enheter, og som har en fysisk utforming, er det nødvendig og tilstrekkelig at denne form er i samsvar med gjeldende regler i den aktuelle medlemsstat. Dersom den fysiske utforming ikke er i samsvar med gjeldende regler i den medlemsstat der det er søkt om

opptak til offisiell notering, skal vedkommende myndigheter i denne stat gjøre dette forhold kjent for offentligheten.

Den fysiske utforming på obligasjoner utstedt av tredjestater eller av deres lokale administrative enheter eller av internasjonale statlige organisasjoner, skal gi tilstrekkelig sikkerhet for investorene.

OVERSIKT C

Plikter som påhviler selskaper hvis aksjer er opptatt til offisiell notering på en fondsbørs

1. Notering av nyutstedte aksjer i samme aksjeklasse

Med forbehold for avsnitt II nr. 5 annet ledd i oversikt A har selskapet ved ny offentlig emisjon av aksjer av samme aksjeklasse som dem som allerede er opptatt til offisiell notering, plikt til å søke om at de nye aksjene opptas til notering dersom de ikke automatisk opptas, enten senest ett år etter emisjonen eller på det tidspunkt da de blir fritt omsettelige.

2. Forholdet til aksjeeierne

a) Selskapet skal sørge for at aksjeeiere som befinner seg i samme stilling, behandles likt.
b) Selskapet skal, i det minste i alle medlemsstater der dets aksjer blir notert, sørge for all støtte og opplysninger som er nødvendige for at aksjeeierne kan utøve sine rettigheter. Det skal spesielt
   - underrette aksjeeierne om når det skal avholdes generalforsam ling og gi dem mulighet til å benytte sin stemmerett,
   - offentliggjøre meddelelser eller sende ut sirkulærer om tildeling og utbetaling av utbytte, om emisjon av nye aksjer, tildeling, tegning, avkall og konvertering,
   - oppnevne som sin representant en finansinstitusjon som aksjeeierne kan benytte når de utøver sine finansielle rettigheter, med mindre selskapet selv ivaretar de finansielle tjenester.

3. Endring av stiftelsesdokumentet eller vedtektene

a) Et selskap som har til hensikt å endre sitt stiftelsesdokument eller sine vedtekter, skal oversende utkastet til vedkommende myndigheter i den medlemsstat der selskapets aksjer er notert.
b) Oversendelsen av utkastet til vedkommende myndigheter skal finne sted senest på tidspunktet for innkallelse til den generalforsamli ng som skal ta avgjørelse om den foreslåtte endring.

4. Årsregnskap og årsberetning

a) Selskapet skal snarest mulig stille sitt siste årsregnskap og sin siste årsberetning til rådighet for offentligheten.
b) Dersom selskapet utarbeider både et ikke-konsolidert og et konsolidert årsregnskap, skal det stille disse til rådighet for offentligheten. Vedkommende myndigheter kan gi selskapet tillatelse til å fremlegge for

offentligheten bare det ikke-konsoliderte eller det konsoliderte årsregnskapet dersom det regnskap som ikke stilles til rådighet for offentligheten, ikke inneholder vesentlige tilleggsopplysninger.

c) Dersom årsregnskapet og årsberetningen ikke er i samsvar med bestemmelsene i rådsdirektivene om selskapsregnskaper, og dersom de ikke gir et korrekt bilde av selskapets aktiva og passiva, økonomiske stilling og resultater, skal det gis mer detaljerte eller utfyllende opplysninger.

5. Utfyllende opplysninger

a) Selskapet skal snarest mulig informere offentligheten om nye vesentlige forhold av betydning innenfor dets virksomhetsområde, forhold som ikke er kjent for offentligheten, og som pga. sin innvirkning på selskapets aktiva og passiva, dets økonomiske stilling eller dets virksomhet generelt kan føre til betydelige kurssvingninger for selskapets aksjer.
Vedkommende myndigheter kan likevel frita selskapet for en slik plikt dersom offentliggjøring av visse opplysninger kan være til skade for selskapets rettmessige interesser.

b) Selskapet skal umiddelbart opplyse offentligheten om enhver endring av rettighetene knyttet til de forskjellige aksjeklassene.

c) Selskapet skal, så snart det får kjennskap til det, opplyse offentligheten om vesentlige endringer i eierstrukturen i selskapets kapital, i forhold til opplysninger som i denne forbindelse tidligere har vært offentliggjort.

6. Lik informasjon

a) Et selskap hvis aksjer er opptatt til offisiell notering på flere fondsbørser som er beliggende eller utøver sin virksomhet i forskjellige medlemsstater, skal sørge for at de samme opplysninger stilles til rådighet for alle disse børsmarkeder.

b) Et selskap hvis aksjer er opptatt til offisiell notering på flere fondsbørser som er beliggende eller utøver sin virksomhet i én eller flere medlemsstater og i én eller flere tredjestater, skal gi markedet i den eller de medlemsstater der dets aksjer noteres opplysninger som minst svarer til opplysningene selskapet gir markedet i den eller de aktuelle tredjestater, dersom disse opplysninger kan ha betydning for vurderingen av aksjene.

OVERSIKT D

Plikter som påhviler en utsteder hvis obligasjoner er opptatt til offisiell notering på en fondsbørs

A. OBLIGASJONER UTSTEDT AV ET FORETAK

1. Forholdet til obligasjonenes innehavere

a) Foretaket skal sørge for at innehavere av obligasjoner fra samme lån behandles likt når det gjelder alle rettigheter knyttet til disse obligasjoner. Dette vilkår er ikke til hinder for at et foretak som unntak fra emisjons-

vilkårene og særlig ut fra sosiale hensyn kan fremsette tilbud overfor innehavere av visse obligasjoner om innfrielse før forfall, dersom dette skjer i samsvar med nasjonal lovgivning.

b) Foretaket skal, i det minste i alle medlemsstater der dets obligasjoner er opptatt til offisiell notering, sørge for all støtte og opplysninger som er nødvendige for at obligasjonenes innehavere kan utøve sine rettigheter. Det skal spesielt
   - offentliggjøre meddelelser eller sende ut sirkulærer om eventuell avholdelse av långivermøter, utbetaling av renter, bruk av eventuell rett til konvertering, ombytting, tegning, avkall og innløsning,
   - oppnevne som sin representant en finansinstitusjon som obligasjonenes innehavere kan benytte når de utøver sine finansielle rettigheter, med mindre selskapet selv ivaretar de finansielle tjenester.

2. Endring av stiftelsesdokumentet eller vedtektene a) Et foretak som har til hensikt å endre sitt stiftelsesdokume nt eller sine

a) vedtekter på en slik måte at det berører obligasjonsinnehavernes rettigheter, skal oversende endringsutkastet til vedkommende myndigheter i de medlemsstater der foretakets obligasjoner er notert.

b) b) Oversendelse av utkastet til vedkommende myndigheter skal finne sted senest på tidspunktet for innkallelse av det organ som skal ta avgjørelse om den foreslåtte endring.

3. Årsregnskap og årsberetning

a) Foretaket skal snarest stille sitt siste årsregnskap og sin siste årsberetning til rådighet for offentligheten når offentliggjøring er obligatorisk i henhold til nasjonal lovgivning.

b) Dersom foretaket utarbeider både et ikke—konsolidert og et konsolidert årsregnskap, skal det stille disse til rådighet for offentligheten. Vedkommende myndigheter kan gi foretaket tillatelse til å fremlegge for offentligheten bare det ikke—konsoliderte eller det konsoliderte årsregnskapet dersom det regnskap som ikke stilles til rådighet for offentligheten, ikke inneholder vesentlige tilleggsopplysninger.

c) Dersom årsregnskapet og årsberegningen ikke er i samsvar med bestemmelsene i rådsdirektivene om foretaksregnskaper, og dersom de ikke gir et korrekt bilde av foretakets aktiva og passiva, økonomiske stilling og resultater, skal det gis mer detaljerte eller utfyllende opplysninger.

4. Utfyllende opplysninger

a) Foretaket skal snarest mulig informere offentligheten om nye vesentlige forhold innenfor dets virksomhetsområde, forhold som ikke er kjent for offentligheten, og som i vesentlig grad kan ha betydning for foretakets mulighet til å overholde sine forpliktelser.
   På anmodning fra foretaket kan vedkommende myndigheter frita foretaket for en slik plikt dersom offentliggjøring av visse opplysninger kan være til skade for foretakets rettmessige interesser.

b) Foretaket skal umiddelbart opplyse offentligheten om enhver endring i obligasjonseiernes rettigheter som særlig skyldes endring av lånevilkår eller rentesats.

c) Foretaket skal umiddelbart opplyse offentligheten om nye utstedelser av lån og spesielt om de garantier som stilles i denne forbindelse.
d) Når de offisielt noterte obligasjoner er konvertible obligasjoner, ombyttelige obligasjoner eller obligasjoner med kjøpsrett, skal foretaket umiddelbart opplyse offentligheten om enhver endring av rettigheter tillagt de forskjellige aksjeklasser som disse obligasjoner er knyttet til.

5. Lik informasjon

a) Et foretak hvis obligasjoner er opptatt til offisiell notering på flere fondsbørser som er beliggende eller utøver sin virksomhet i forskjellige medlemsstater, skal sørge for at de samme opplysninger stilles til rådighet for alle disse børsmarked er.
b) Et foretak hvis obligasjoner er opptatt til offisiell notering på flere fondsbørser som er beliggende eller utøver sin virksomhet i én eller flere medlemsstater og i én eller flere tredjestater, skal gi markedet i den eller de medlemsstater der dets obligasjoner noteres opplysninger som minst svarer til opplysningen e foretaket gir til markedet i den eller de aktuelle tredjestater, dersom disse opplysninger kan ha betydning for vurderingen av obligasjonene.

B. OBLIGASJONER UTSTEDT AV EN STAT ELLER AV DENNE STATS LOKALE ADMINISTRATIVE ENHETER ELLER AV EN INTERNASJONAL STATLIG ORGANISASJON

1. Forholdet til obligasjonenes innehavere

a) Staten, statens lokale administrative enheter og de internasjona le statlige organisasjoner skal sørge for at innehavere av obligasjoner fra samme lån behandles likt når det gjelder rettigheter knyttet til disse obligasjoner. Dette vilkår er ikke til hinder for at en utsteder som unntak fra emisjonsvilkårene og særlig ut fra sosiale hensyn kan fremsette tilbud overfor innehavere av visse obligasjoner om innfrielse før forfall, dersom dette skjer i samsvar med nasjonal lovgivning.
b) Staten, statens lokale administrative enheter og internasjonale statlige organisasjoner skal, i det minste i alle medlemsstater der obligasjonene er opptatt til offisiell notering, sørge for all støtte og opplysninger som er nødvendige for at obligasjonseierne kan utøve sine rettigheter. De skal spesielt
   - offentliggjøre meddelelser eller sende ut sirkulærer om eventuell avholdelse av långivermøter, utbetaling av renter og innløsning,
   - oppnevne som sin representant en finansinstitusjon som obligasjonseierne kan benytte når de utøver sine finansielle rettigheter.

2. Lik informasjon

a) Staten, statens lokale administrative enheter og de internasjonale statlige organisasjoner hvis obligasjoner er opptatt til offisiell notering på flere fondsbørser som er beliggende eller utøver sin virksomhet i forskjellige medlemsstater, skal sørge for at den samme informasjon stilles til rådighet for alle disse børsmarkeder.
b) Staten, statens lokale administrative enheter og de internasjonale statlige

organisasjoner hvis obligasjoner er opptatt til offisiell notering på flere fondsbørser som er beliggende eller utøver sin virksomhet i én eller flere medlemsstater og i én eller flere tredjestater, skal gi markedet i den eller de medlemsstater der deres obligasjoner noteres, opplysninger som minst svarer til opplysningene de gir markedet i den eller de aktuelle tredjestater, dersom disse opplysninger kan ha betydning for vurderingen av obligasjonene.

Vedlegg 6

Rådsdirektiv 93/22/EØF om investeringstjenester i forbindelse med verdipapirer (ISD)

Rådet for de europeiske fellesskap har -

under henvisning til traktaten om opprettelse av Det europeiske økonomiske fellesskap, særlig artikkel 57 paragraf 2,

under henvisning til forslag fra Kommisjonen[1)] ,

i samarbeid med Europaparlamentet[2)] ,

under henvisning til uttalelse fra Den økonomiske og sosiale komité[3)] , og

ut fra følgende betraktninger:

Dette direktiv er et viktig instrument i gjennomføringen av det indre marked, slik det er besluttet i Den europeiske enhetsakt og planlagt i Kommisjonens «Hvitbok», med hensyn til etableringsadgang og adgang til å yte tjenester for investeringsforetak.

Foretak som yter investeringstjenester som omfattes av dette direktiv, må for å verne investorene og gi stabilitet i finanssystemet ha tillatelse fra investeringsforetakets hjemstat.

Den fremgangsmåte som er valgt, består i å foreta bare den grunnleggende harmonisering som er nødvendig og tilstrekkelig for å oppnå en gjensidig anerkjennelse av tillatelser og tilsynsordninger, slik at det blir mulig å gi en enkelt tillatelse som er gyldig i hele Fellesskapet og å anvende prinsippet om tilsyn ved hjemstatens tilsynsmyndigheter. Med en gjensidig anerkjennelse kan et investeringsforetak som har fått tillatelse i hjemstaten, yte en eller flere av de tjenester det har fått tillatelse til og som er omfattet av dette direktiv, i hele Fellesskapet, ved å etablere filialer eller i henhold til adgangen til å yte tjenester.

Prinsippene om gjensidig anerkjennelse og tilsyn ved hjemstatens tilsynsmyndigheter forutsetter at vedkommende myndigheter i hver medlemsstat unnlater å gi tillatelse eller tilbakekaller den når det klart fremgår av faktorer som virksomhetsplan, geografisk plassering eller den virksomhet som faktisk utøves, at et investeringsforetak har valgt rettssystemet i den aktuelle medlemsstat for å unndra seg strengere standarder i en annen medlemsstat der investeringsforetaket har til hensikt å utøve eller utøver størstedelen av sin virksomhet. For dette direktivs formål må et investeringsforetak som er en juridisk person, ha tillatelse i den medlemsstat der det har sitt forretningskontor. Et investeringsforetak som ikke er en juridisk person, må ha tillatelse i den medlemsstat der det har sitt hovedkontor. Medlemsstatene må for øvrig kreve at et investeringsforetak alltid har sitt hovedkontor i sin hjemstat og at det faktisk utøver virksomhet der.

For å verne investorene må internkontrollen i investeringsforetaket sikres ved at ledelsen ivaretas av to personer i fellesskap eller, når det ikke kreves etter dette direktiv, ved andre ordninger som sikrer et tilsvarende resultat.

For å sikre like konkurransevilkår må investeringsforetak som ikke er kredittinstitusjoner, få samme adgang til å opprette filialer og yte tjenester på tvers av landegrensene som de institusjoner som omfattes av annet rådsdirek-

tiv 89/646/EØF av 15. desember 1989 om samordning av lover og forskrifter om adgang til å starte og utøve virksomhet som kredittinstitusjon[4)] .

Et investeringsforetak kan ikke påberope seg dette direktiv for å foreta spot– eller terminforretninger i valuta med mindre transaksjonene foretas som ledd i en investeringstjeneste. Følgelig vil bruk av en filial bare for å foreta valutatransaksjoner være en omgåelse av dette direktiv.

Et investeringsforetak som har fått tillatelse i sin hjemstat, kan utøve virksomhet i hele Fellesskapet på den måte det finner hensiktsmessig. Det kan for dette formål, dersom det mener det er nødvendig, benytte fullmektiger som mottar og videreformidler ordre for foretakets regning og på dets hele og fulle ansvar. Under slike forhold må fullmektigenes virksomhet betraktes som foretakets virksomhet. Dette direktiv er for øvrig ikke til hinder for at en hjemstat kan stille særlige krav til fullmektigenes status. Dersom investeringsforetaket utøver virksomhet på tvers av landegrensene, må vertsstaten behandle dem som om de var foretaket selv. For øvrig bør dørsalg av verdipapirer ikke omfattes av dette direktiv, og bestemmelser om dette må høre inn under nasjonal lovgivning.

Med verdipapirer menes de typer verdipapirer som vanligvis omsettes på kapitalmarkedet, f.eks. statsobligasjoner, aksjer, omsettelige verdipapirer med rett til å erverve aksjer ved tegning eller ombytting, depotbevis, obligasjoner utstedt i serie, indeks–warrants og verdipapirer med rett til å erverve slike obligasjoner ved tegning.

Med pengemarkedsinstrument menes de typer instrumenter som vanligvis omsettes på pengemarkedet, f.eks. statskasseveksler, innskuddsbevis og rentebærende markedspapirer.

Den svært brede definisjonen av verdipapirer og pengemarkedsinstrumenter som er lagt til grunn i dette direktiv, har virkning bare for dette direktiv og berører derfor ikke på noen måte de forskjellige definisjoner av finansielle instrumenter som er fastsatt i nasjonal lovgivning i andre sammenhenger, som for skatteformål. For øvrig omfatter definisjonen av verdipapirer bare omsettelige instrumenter, og aksjer eller verdipapirer som kan sidestilles med aksjer, utstedt av selskaper som «building societies» og «industrial and provident societies», der eiendomsretten i praksis kan overdras bare ved at de gjenkjøpes av det utstedende selskap, er derfor ikke omfattet av denne definisjon.

Med instrumenter som svarer til finansielle terminkontrakter, menes kontrakter som avregnes kontant på grunnlag av svingninger i en av følgende faktorer: rentesatsen eller valutakursen, kursen på et instrument oppført i vedlegg B eller en indeks som gjelder for et av disse instrumenter.

I dette direktiv er mottak og formidling av ordre også det forhold at to eller flere investorer settes i kontakt med hverandre, slik at de kan foreta en transaksjon.

Ingen bestemmelser i dette direktiv berører de fellesskapsbestemmelser, eller om slike bestemmelser ikke finnes, de nasjonale bestemmelser, som gjelder når instrumenter omhandlet i dette direktiv utbys til offentligheten. Det samme gjelder markedsføring og spredning av slike instrumenter.

Medlemsstatene har fortsatt det fulle ansvar for å iverksette sine egne pengepolitiske tiltak, med forbehold for de tiltak som er nødvendige for å styrke det europeiske valutasystem.

Forsikringsforetak hvis virksomhet er underlagt et passende tilsyn av vedkommende tilsynsførende myndigheter og som er samordnet på fel-

lesskapsplan, samt foretak som foretar gjenforsikring, herunder forsikring av gjenforsikring (retrocesjon), skal ikke omfattes av dette direktiv.

Foretak som ikke yter tjenester overfor tredjemann, men hvis virksomhet bare består i å yte en investeringstjeneste overfor sitt hovedforetak, sitt datterforetak eller et av sitt hovedforetaks andre datterforetak, bør ikke omfattes av dette direktiv.

Dette direktiv skal omfatte de foretak hvis vanlige virksomhet består i å yte investeringstjenester overfor tredjemann på forretningsmessig basis, og det bør derfor ikke gjelde for den som driver annen yrkesvirksomhet (f.eks. advokater og notarer), og som bare ved enkelte anledninger yter investeringstjenester som ledd i sin vanlige yrkesvirksomhet, forutsatt at denne virksomhet omfattes av lovbestemmelser som ikke utelukker at det ved enkelte anledninger ytes investeringstjenester. Av samme grunn bør dette direktiv ikke gjelde for den som yter investeringstjenester bare til produsenter eller brukere av råvarer, og bare i det omfang som er nødvendig for å gjennomføre transaksjoner med disse varer, når slike transaksjoner utgjør vedkommendes hovedvirksomhet.

Foretak hvis investeringstjenester bare går ut på å forvalte en ordning for arbeidstakeres eierandeler og som i denne forbindelse ikke yter investeringstjenester til tredjemann, bør ikke omfattes av bestemmelsene i dette direktiv.

Dette direktiv bør ikke gjelde for sentralbanker og andre lignende organer, samt offentlige organer som har ansvar for statsgjeldsforvaltningen, eller som deltar i slik forvaltning, herunder gjeldens plassering. Dette unntaket gjelder likevel spesielt ikke for helt eller delvis statseide selskaper hvis formål er kommersielt eller knyttet til erverv av eierandeler.

Dette direktiv bør ikke gjelde for foretak eller personer hvis virksomhet begrenser seg til å motta og videreformidle ordre til bestemte motparter uten å sitte med penger eller verdipapirer som tilhører deres kunder. De omfattes derfor ikke av etableringsadgangen og adgangen til å yte tjenester på de vilkår som er fastsatt i dette direktiv, og om de ønsker å drive virksomhet i en annen medlemsstat, er de derfor underlagt de relevante bestemmelser som er vedtatt i vedkommende stat.

Dette direktiv bør ikke gjelde for foretak for kollektiv investering, uansett om de er samordnet på fellesskapsplan eller ikke, eller for depotmottakere og forretningsførere for slike foretak, i den grad de er underlagt særlige bestemmelser som er direkte tilpasset deres virksomhet.

Dersom sammenslutninger som er opprettet av en medlemsstats pensjonsfond med sikte på forvaltning av dets aktiva, begrenser seg til en slik forvaltning og ikke yter investeringstjenester overfor tredjemann, og dersom pensjonsfondene selv er under tilsyn av myndigheter som også fører tilsyn med forsikringsforetak, synes det ikke nødvendig å underkaste slike sammenslutninger dette direktivs vilkår for adgang til og utøvelse av investeringstjenester.

Dette direktiv bør ikke gjelde for *agenti di cambio* som definert i italiensk lovgivning, ettersom de tilhører en kategori der det ikke vil bli gitt nye tillatelser og deres virksomhet er begrenset til det nasjonale territorium og ikke innebærer noen risiko for konkurransevridning.

De rettigheter investeringsforetakene gis ved dette direktiv, berører ikke den rett medlemsstatene, medlemsstatenes sentralbanker og andre nasjonale organer med lignende oppgaver har til å velge sine motparter på grunnlag av objektive og ikke–diskriminerende kriterier.

Vedkommende myndigheter i et investeringsforetaks hjemstat har ansvaret for tilsyn med foretakets finansielle soliditet, etter rådsdirektiv 93/6/EØF av 15. mars 1993 om investeringsforetakenes og kredittinstitusjonenes kapitaldekningsgrad[5)] der reglene om markedsrisiko samordnes.

Hjemstaten kan generelt innføre strengere regler enn dem som er fastsatt i dette direktiv, særlig med hensyn til vilkår for å gi tillatelse, tilsyn og regler om rapportering og åpenhet.

Utøvelse av virksomhet som ikke omfattes av dette direktiv, kommer inn under traktatens alminnelige bestemmelser om etableringsrett og adgang til å yte tjenester.

For å verne investorene bør det sørges for at investors eiendomsrett og andre tilsvarende rettigheter til verdipapirer samt vedkommendes rettigheter til de midler foretaket er betrodd, vernes ved at de holdes atskilt fra foretakets egne. Dette prinsipp forhindrer imidlertid ikke at foretaket kan investere i eget navn på vegne av investor når transaksjonens art gjør dette nødvendig og investor samtykker, f.eks. lån av verdipapirer.

Fremgangsmåtene for å gi tillatelse til filialer av investeringsforetak som har fått tillatelse i tredjestater, vil fortsatt gjelde for slike foretak. Slike filialer omfattes ikke av adgangen til å yte tjenester etter traktatens artikkel 59 annet ledd, og heller ikke av etableringsadgangen i andre medlemsstater enn medlemsstaten der de er etablert. Søknader fra foretak som hører inn under en tredjestats lovgivning, om tillatelse til et datterforetak eller til erverv av eierandeler, må imidlertid behandles etter en fremgangsmåte som sikrer at Fellesskapets investeringsforetak på grunnlag av gjensidighet får tilsvarende behandling i de aktuelle tredjestater.

Når vedkommende nasjonale myndigheter gir tillatelse til investeringsforetak i samsvar med bestemmelsene i dette direktiv, vil det få virkning i hele Fellesskapet og ikke bare på nasjonalt plan, og de eksisterende gjensidighetsklausuler vil for fremtiden være uten virkning. Det er derfor behov for en smidig fremgangsmåte som gjør det mulig å vurdere gjensidighet på et fellesskapsgrunnlag. Formålet med en slik fremgangsmåte er ikke å stenge Fellesskapets finansmarkeder men, ettersom Fellesskapet ønsker å holde sine finansmarkeder åpne for resten av verden, å fremme liberaliseringen av alle finansmarkeder i tredjestater. For dette formål fastsettes i dette direktiv fremgangsmåter for forhandling med tredjestater og, som en siste utvei, mulighet for å treffe tiltak som består i å suspendere nye søknader om tillatelse eller begrense antallet nye tillatelser.

Dette direktiv har som ett av sine formål å sikre tilstrekkelig vern for investorene. Det har derfor vist seg hensiktsmessig å ta hensyn til at de forskjellige kategorier av investorer ikke har de samme behov for vern, og til hvilken grad av faglig sakkunnskap de sitter inne med.

Medlemsstatene må sørge for at det ikke finnes noen hindring for at virksomhet som kommer inn under bestemmelsene om gjensidig anerkjennelse, kan utøves på samme måte som i hjemstaten, forutsatt at den ikke er i strid med gjeldende lover og forskrifter som skal verne allmennhetens interesser i vertsstaten.

En medlemsstat kan ikke begrense den rett investorer som har sitt vanlige bosted eller er etablert i vedkommende medlemsstat, har til å motta en hvilken som helst investeringstjeneste fra et investeringsforetak som omfattes av dette direktiv og som er beliggende utenfor medlemsstaten og utøver sin virksomhet utenfor medlemsstaten.

I visse medlemsstater kan avregning og oppgjør foretas gjennom institusjoner som ikke er en del av de markeder der transaksjonene finner sted. Når adgang til eller medlemskap i regulerte markeder nevnes i dette direktiv, må det derfor også omfatte adgang til eller medlemskap i de institusjoner som foretar avregning og oppgjør for de regulerte markeder.

Hver medlemsstat må sørge for at alle investeringsforetak som har fått tillatelse i en medlemsstat, samt alle finansielle instrumenter som noteres på et regulert marked i en medlemsstat, får lik behandling på dens territorium. Særlig må alle investeringsforetak ha samme mulighet for å bli medlem av eller ha adgang til regulerte markeder. Uansett på hvilken måte transaksjonene finner sted i medlemsstatene, må de tekniske og juridiske begrensninger i adgangen til regulerte markeder avskaffes på de vilkår som er fastsatt i dette direktiv, og i henhold til bestemmelsene i dette direktiv.

I visse medlemsstater kan en kredittinstitusjon bare indirekte bli medlem av regulerte markeder, ved å etablere et spesialisert datterforetak. Den mulighet en kredittinstitusjon gis ved dette direktiv til å bli direkte medlem av regulerte markeder uten å etablere et spesialisert datterforetak, utgjør en viktig reform for disse medlemsstater, og alle følger av den bør vurderes på nytt i lys av utviklingen på finansmarkedene. På denne bakgrunn må den rapport Kommisjonen fremlegger for Rådet om dette spørsmålet senest 31. desember 1998, ta hensyn til alle faktorer som er nødvendige for at Rådet på nytt kan vurdere følgene for disse medlemsstater, og særlig risikoen for interessekonflikt og den grad av vern som gis investor.

Det er svært viktig at harmoniseringen av erstatningsordningene kommer til anvendelse samme dag som dette direktiv. Til den dag et direktiv om erstatningsordninger trer i kraft, har vertsstaten fortsatt mulighet for å kreve at dets egen erstatningsordning anvendes overfor de investeringsforetak, også kredittinstitusjoner, som har fått tillatelse i de øvrige medlemsstater, dersom hjemstaten ikke har noen erstatningsordning eller den ikke gir et tilsvarende vern.

De regulerte markeders struktur må fortsatt høre inn under nasjonal lovgivning, men slik lovgivning kan ikke utgjøre en hindring for en liberalisering av adgangen til vertsstatens regulerte markeder for de investeringsforetak som har fått tillatelse til å yte de aktuelle investeringstjenester i hjemstaten. Etter dette prinsippet finnes det i Forbundsrepublikken Tyskland og i Nederland lovbestemmelser om virksomhet som henholdsvis *Kursmakler* og *hoekman* , som sier at de ikke kan utøve sin virksomhet parallelt med annen virksomhet. Det må altså fastslås at en *Kursmakler* og en *hoekman* ikke kan yte tjenester i de øvrige medlemsstater. Uansett hjemstat kan ingen gjøre krav på å arbeide som *Kursmakler* eller *hoekman* uten å måtte overholde de samme regler om uforenlighet som dem som følger av å ha status som *Kursmakler* eller *hoekman* .

Det bør understrekes at dette direktiv ikke kan berøre bestemmelser som følger av rådsdirektiv 79/279/EØF om samordning av vilkårene for opptak av verdipapirer til offisiell notering på en fondsbørs[6)] .

Et stabilt og velfungerende finanssystem og vern av investor forutsetter at det er vertsstatens rett og ansvar å forhindre og straffe enhver handling som et investeringsforetak foretar på dens territorium og som er i strid med regler for god forretningsskikk og andre lover og forskrifter den har vedtatt av hensyn til allmennhetens interesser, og å gripe inn i akutte situasjoner. Vedkommende myndigheter i vertsstaten må i forbindelse med utførelsen av sine oppgaver dessuten kunne regne med et meget nært samarbeid med vedkom-

mende myndigheter i hjemstaten, særlig med hensyn til virksomhet i henhold til adgangen til å yte tjenester. Vedkommende myndigheter i hjemstaten har rett til å bli underrettet av vedkommende myndigheter i vertsstaten om tiltak som innebærer sanksjoner overfor et investeringsforetak eller begrensning av et investeringsforetaks virksomhet, og som disse myndigheter har truffet overfor investeringsforetak førstnevnte myndigheter har gitt tillatelse til, slik at de på en effektiv måte kan ivareta sine tilsynsoppgaver. For dette formål må samarbeidet mellom vedkommende myndigheter i hjemstaten og vertsstaten sikres.

Med det dobbelte formål å verne investorene og sørge for at verdipapirmarkedene virker som de skal, må det sikres at transaksjonene er gjennomsiktige og at de regler for regulerte markeder som er fastsatt for dette formål i dette direktiv, gjelder både for investeringsforetak og for kredittinstitusjoner når de deltar på markedet.

En gjennomgåelse av problemene på de områder som omfattes av rådsdirektivene om investeringstjenester og verdipapirer, med hensyn til anvendelsen av de tiltak som allerede foreligger og med sikte på en nærmere samordning, forutsetter at de nasjonale myndigheter og Kommisjonen må samarbeide i en komité. Nedsettelsen av en slik komité må ikke berøre andre former for samarbeid mellom tilsynsmyndighetene på dette området.

Det kan med jevne mellomrom bli nødvendig å foreta tekniske endringer av de detaljerte regler i dette direktiv av hensyn til den utvikling som finner sted i forbindelse med investeringstjenester. Kommisjonen vil, etter å ha forelagt saken for den komité for verdipapirer som skal nedsettes, foreta de nødvendige endringer –

1. EFT nr. C 43 av 22.2.1989, s. 7. EFT nr. C 42 av 22.2.1990, s. 7.
2. EFT nr. C 304 av 4.12.1989, s. 39.
3. EFT nr. C 115 av 26.4.1993.
4. EFT nr. C 298 av 27.11.1989, s. 6.
5. EFT nr. L 386 av 30.12.1989, s. 1. Direktivet sist endret ved direktiv 92/30/EØF (EFT nr. L 110 av 28.4.1992, s. 52).
6. EFT nr. L 141 av 11.6.1993, s. 1.
7. EFT nr. L 66 av 16.3.1979, s. 21. Direktivet sist endret ved tiltredelsesakten for Spania og Portugal.

VEDTATT DETTE DIREKTIV:

AVDELING I. Definisjoner og virkeområde

Artikkel 1

I dette direktiv menes med

1. «investeringstjeneste»: enhver tjeneste som er oppført i del A i vedlegget i forbindelse med et av de instrumenter som er angitt i del B i vedlegget, når en slik tjeneste ytes overfor tredjemann,
2. «investeringsforetak»: enhver juridisk person som til vanlig utøver et yrke eller en virksomhet som består i å yte en investeringstjeneste overfor tredjemann på forretningsmessig basis.
   For dette direktivs formål kan medlemsstatene la begrepet investeringsforetak omfatte foretak som ikke er juridiske personer
   – når de regler som gjelder for dem, gir tredjemanns interesser like godt vern som det som gis av juridiske personer, og

- forutsatt at de er underlagt et tilsvarende tilsyn tilpasset deres juridiske form.
  Når slike fysiske personer yter tjenester som medfører oppbevaring av tredjemanns midler eller verdipapirer, kan de imidlertid betraktes som et investeringsforetak etter dette direktiv bare dersom følgende vilkår er oppfylt, med forbehold for øvrige krav i dette direktiv og i direktiv 93/6/EØF:
- tredjemanns eiendomsrett til verdipapirer og midler som tilhører vedkommende, skal være sikret, særlig dersom foretaket eller foretakets eiere blir insolvent, eller ved utlegg, motregningskrav eller andre rettslige skritt som tas av foretakets eller dets eieres kreditorer,
- investeringsforetaket skal være underlagt regler om tilsyn med foretakets, herunder eiernes, solvens,
- investeringsforetakets årsregnskap skal revideres av en eller flere personer som etter nasjonal lovgivning er autorisert til å revidere regnskaper,
- når et foretak har bare en eier, skal vedkommende sørge for at investorene er vernet dersom foretakets virksomhet opphører fordi eieren dør eller blir arbeidsudyktig eller som følge av andre lignende forhold.

Innen 31. desember 1997 skal Kommisjonen fremlegge rapport om anvendelsen av annet og tredje ledd og skal eventuelt foreslå at de endres eller oppheves. Når en person utøver en virksomhet som nevnt i del A nr. 1 bokstav a) i vedlegget og virksomheten utøves bare for et investeringsforetaks regning og på foretakets hele og fulle ansvar, skal denne virksomhet betraktes som investeringsforetakets virksomhet og ikke som vedkommende persons virksomhet,

3. «kredittinstitusjon»: en kredittinstitusjon etter artikkel 1 første strekpunkt i direktiv 77/780/EØF[1)] , med unntak av de institusjoner som er omhandlet i artikkel 2 nr. 2 i nevnte direktiv,
4. «verdipapirer»:
   - aksjer og andre verdipapirer som kan sidestilles med aksjer,
   - obligasjoner og andre gjeldsinstrumenter som kan omsettes på kapitalmarkedet, og
   - alle andre verdipapirer som normalt omsettes og som gir rett til å
   - erverve ethvert slikt omsettelig verdipapir ved tegning eller ombytting, eller som gir rett til et kontantoppgjør, bortsett fra betalingsmidler,

5. «pengemarkedsinstrument»: de typer instrumenter som vanligvis omsettes på pengemarkedet,
6. «hjemstat»:
   a) når investeringsforetaket er en fysisk person: den medlemsstat der vedkommende har sitt hovedkontor,
   b) når investeringsforetaket er en juridisk person: den medlemsstat der vedkommende har sitt forretningskontor eller, dersom det etter nasjonal lovgivning ikke finnes et forretningskontor, den medlemsstat der hovedkontoret er,
   c) når det dreier seg om et marked: den medlemsstat der det organ som administrerer handelssystemet har sitt forretningskontor eller, dersom det etter nasjonal lovgivning ikke finnes et forretningskontor, den medlemsstat der dette organ har sitt hovedkontor,

7. «vertsstat»: den medlemsstat der et investeringsforetak har en filial eller yter tjenester,
8. «filial»: et forretningssted uten selvstendig rettshandelsevne som er en del av et investeringsforetak, og som yter investeringstjenester som investeringsforetaket har fått tillatelse til; flere forretningssteder opprettet i samme medlemsstat av et investeringsforetak med hovedkontor i en annen medlemsstat, skal betraktes som en enkelt filial,
9. «vedkommende myndighet»: de myndigheter den enkelte medlemsstat utpeker etter artikkel 22,
10. «kvalifisert eierandel»: en direkte eller indirekte faktisk eierandel i et investeringsforetak som representerer minst 10 % av kapitalen eller stemmerettighetene eller som gjør det mulig å utøve betydelig innflytelse over forvaltningen av det foretak der eierandelen besittes. Ved anvendelsen av denne definisjon i forbindelse med artikkel 4 og 9 og de andre andelsprosenter som er nevnt i artikkel 9, skal det tas hensyn til stemmerettighetene omhandlet i artikkel 7 i direktiv 88/627/EØF[2)] ,
11. «hovedforetak»: et hovedforetak som definert i artikkel 1 og 2 i direktiv 83/349/EØF[3)] ,
12. «datterforetak»: et underforetak etter artikkel 1 og 2 i direktiv 83/349/EØF; ethvert underforetak av et underforetak skal også betraktes som et datterforetak til det hovedforetak som står i spissen for disse foretakene,
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,

14. «kontroll»: kontroll som definert i artikkel 1 i direktiv 83/349/EØF.

1. EFT nr. L 322 av 17.12.1977, s. 30. Direktivet sist endret ved direktiv 89/646/EØF (EFT nr. L 386 av 30.12.1989, s. 1).
2. EFT nr. L 348 av 17.12.1988, s. 62.
3. EFT nr. L 193 av 18.7.1983, s. 1. Direktivet sist endret ved direktiv 90/605/EØF (EFT nr. L 317 av 16.11.1990, s. 60).

Artikkel 2

1. Dette direktiv skal gjelde for alle investeringsforetak. For kredittinstitusjoner hvis tillatelse, gitt etter direktiv 77/780/EØF og direktiv 89/646/EØF, omfatter en eller flere av de investeringstjenester som er nevnt i del A i vedlegget til dette direktiv, skal imidlertid bare nr. 4 i denne artikkel, artikkel 8 nr. 2, artikkel 10 og 11, artikkel 12 første ledd, artikkel 14 nr. 3 og 4 og artikkel 15, 19 og 20 gjelde.

2. Dette direktiv skal ikke gjelde for:

a) forsikringsforetak som definert i artikkel 1 i direktiv 73/239/EØF[1)] eller artikkel 1 i direktiv 79/267/EØF [2)] , samt foretak som foretar gjenforsikring og retrocesjon som omhandlet i direktiv 64/225/EØF[3)] ,
b) foretak som yter en investeringstjeneste bare overfor sitt hovedforetak, sine datterforetak eller et av sitt hovedforetaks andre datterforetak.
c) personer som yter en investeringstjeneste, dersom det skjer ved enkelte anledninger som ledd i en yrkesvirksomhet og yrkesvirksomheten omfattes av lover eller forskrifter eller yrkesetiske regler som ikke utelukker at det kan ytes en slik tjeneste,
d) foretak hvis investeringstjenester bare består i å forvalte en ordning for arbeidstakeres eierandeler,
e) foretak som yter investeringstjenester som tjenestene omhandlet i bokstav b) og d),
f) medlemsstatenes sentralbanker og andre lignende nasjonale organer, samt offentlige organer som har ansvar for statsgjeldsforvaltningen, eller som deltar i slik forvaltning,
g) foretak
   - som ikke kan sitte med penger eller verdipapirer som tilhører deres kunder og som derfor ikke på noe tidspunkt risikerer å komme i debet
   - som bare kan yte en investeringstjeneste som går ut på å motta og videreformidle ordre om verdipapirer og andeler i foretak for kollektiv investering, og
   - som når de yter en slik tjeneste, kan videreformidle ordre bare til
     i. investeringsforetak som er gitt tillatelse etter dette direktiv,
     ii. kredittinstitusjoner som er gitt tillatelse etter direktiv 77/780/EØF og direktiv 89/646/EØF,
     iii. filialer av investeringsforetak eller kredittinstitusjoner som er gitt tillatelse i en tredjestat og som er underlagt og overholder tilsynsregler som vedkommende myndigheter anser som minst like strenge som reglene i dette direktiv eller direktiv 89/646/EØF eller direktiv 93/6/EØF,
     iv. foretak for kollektiv investering som etter en medlemsstats lovgivning har tillatelse til å markedsføre andeler overfor offentligheten, samt forvaltningen for slike foretak,
     v. investeringsselskaper med fast kapital som definert i artikkel 15 nr. 4 i direktiv 77/91/EØF [4)] , hvis verdipapirer noteres eller omsettes på et regulert marked i en medlemsstat, og
     vi. hvis virksomhet er underlagt lovbestemmelser eller yrkesetiske regler på nasjonalt plan,

   - foretak for kollektiv investering, uansett om de er samordnet på fellesskapsplan eller ikke, samt depotmottakere og forretningsførere for slike foretak,
   - personer som har som sin hovedvirksomhet å handle med råvarer seg imellom eller med produsenter eller profesjonelle brukere av slike varer, og som yter investeringstjenester bare til disse motparter og bare i det omfang som er nødvendig for å kunne utøve sin hovedvirksomhet,
   - foretak hvis investeringstjenester bare består i å handle for egen regning på et terminhandel– eller opsjonsmarked eller som handler på vegne av eller stiller priser til andre medlemmer av samme marked og

som garanteres av et medlem av samme marked som foretar betalingsoppgjør. Ansvaret for oppfyllelsen av de kontrakter slike foretak inngår, må ligge hos et medlem av en avregningssentral på det samme marked,
- sammenslutninger opprettet av danske pensjonsfond for det ene formål å forvalte aktiva for de pensjonsfond som deltar i sammenslutningen,
- *agenti di cambio* hvis virksomhet og funksjon er underlagt italiensk kongelig anordning nr. 222 av 7. mars 1925 med senere endringer, og som har tillatelse til å fortsette sin virksomhet etter artikkel 19 i den italienske lov nr. av 2. januar 1991.

h) Kommisjonen skal senest 31. desember 1998 og deretter med jevne mellomrom utarbeide en rapport om anvendelsen av nr. 2 sammenholdt med del A i vedlegget, og skal om nødvendig foreslå endringer i definisjonen av de tjenester som omfattes av dette direktiv og de tjenester der direktivet ikke skal gjelde, på bakgrunn av dets anvendelse.
i) De rettigheter som gis ved dette direktiv, skal ikke omfatte tjenesteytelser som motpart til staten, til sentralbanken eller til andre nasjonale organer som ledd i den aktuelle medlemsstats penge– og valutapolitikk eller politikk for forvaltning av statsgjeld og offentlige reserver.

1. EFT nr. L 228 av 16.8.1973, s. 3. Direktivet sist endret ved direktiv 90/619/EØF (EFT nr. L 330 av 29.11.1990, s. 50).
2. EFT nr. L 63 av 13.3.1979. Direktivet sist endret ved direktiv 90/618/EØF (EFT nr. L 330 av 29.11.1990, s. 44).
3. EFT nr. 56 av 4.4.1964, s. 878/64.
4. EFT nr. L 26 av 31.1.1977. Direktivet sist endret ved tiltredelsesakten for Spania og Portugal.

AVDELING II. Vilkår for adgang til å yte investeringstjenester

Artikkel 3

1. Hver medlemsstat skal sørge for at de investeringsforetak den er hjemstat for, skal ha adgang til å yte investeringstjenester bare dersom de har fått tillatelse. Tillatelsen skal gis av vedkommende myndigheter i hjemstaten, utpekt i samsvar med artikkel 22. Tillatelsen skal angi hvilke investeringstjenester nevnt i del A i vedlegget som foretaket har tillatelse til å utføre. Tillatelsen kan også omfatte en eller flere av de tilknyttede tjenester som er nevnt i del C i vedlegget. Det kan ikke i noe tilfelle gis tillatelse etter dette direktiv til tjenesteytelser som er oppført bare i del C i vedlegget.

2. Medlemsstatene skal kreve at
- investeringsforetak som er juridiske personer og som etter sin nasjonale lovgivning har et forretningskontor, skal ha hovedkontor og forretningskontor i samme medlemsstat,
- andre investeringsforetak skal ha hovedkontor i den medlemsstat som har gitt tillatelsen, og hvor de faktisk utøver sin virksomhet.

3. Med forbehold for andre alminnelige vilkår i den nasjonale lovgivning skal vedkommende myndigheter ikke gi tillatelse med mindre
- investeringsforetaket har tilstrekkelig startkapital i henhold til reglene i

direktiv 93/6/EØF, idet det tas hensyn til hvilken type investeringstjeneste det dreier seg om,
– de som faktisk leder investeringsforetakets virksomhet, oppfyller de nødvendige krav til god vandel og erfaring.

Retningslinjene for foretakets virksomhet skal fastlegges av minst to personer som oppfyller vilkårene ovenfor. Vedkommende myndigheter kan imidlertid også gi tillatelse til investeringsforetak som er fysiske personer, eller som på grunn av virksomhetens art og omfang er juridiske personer, og som i samsvar med sine vedtekter og nasjonale lover ledes av en enkelt fysisk person, når en egnet ordning sikrer et tilsvarende resultat, særlig med hensyn til artikkel 1 nr. 2 tredje ledd siste strekpunkt.

4. Medlemsstatene skal også kreve at søknaden om tillatelse er vedlagt en driftsplan der det særlig angis hvilken type virksomhet som er planlagt, og hvordan investeringsforetaket skal være organisert.

5. Søkeren skal innen seks måneder etter at søknaden er innlevert, underrettes om hvorvidt tillatelse er gitt. Avslag på søknaden skal grunngis.

6. Når en tillatelse er gitt, kan investeringsforetaket starte sin virksomhet umiddelbart.

7. Vedkommende myndigheter kan tilbakekalle tillatelsen til et investeringsforetak som omfattes av dette direktiv, bare når investeringsforetaket
1. innen tolv måneder ikke gjør bruk av tillatelsen, gir uttrykkelig avkall på den eller har opphørt å yte investeringstjenester i mer enn seks måneder, med mindre den berørte medlemsstat fastsetter at tillatelsen i slike tilfeller bortfaller,
2. har fått tillatelsen ved hjelp av uriktige opplysninger eller andre uregelmessigheter,
3. ikke lenger oppfyller de vilkår som ble stilt for tillatelsen,
4. ikke lenger overholder bestemmelsene i direktiv 93/6/EØF,
5. har gjort seg skyldig i alvorlige og systematiske overtredelser av bestemmelser vedtatt etter artikkel 10 og 11,
6. kommer inn under et av de øvrige tilfeller der nasjonal lovgivning fastsetter at tillatelsen skal tilbakekalles.

Artikkel 4

Vedkommende myndigheter skal ikke gi tillatelse som gir adgang til å starte virksomhet som investeringsforetak før de har fått melding om identiteten til aksjeeiere eller deltakere, enten de er fysiske eller juridiske personer, som direkte eller indirekte har en kvalifisert eierandel, og om størrelsen på denne eierandel.

Vedkommende myndigheter skal nekte å gi tillatelse dersom de, fordi det er nødvendig å sikre en god og fornuftig forvaltning av investeringsforetaket, ikke er overbevist om at ovennevnte aksjeeiere eller deltakere er egnet.

Artikkel 5

Medlemsstatene skal ikke anvende bestemmelser overfor filialer av investeringsforetak med forretningskontor utenfor Fellesskapet når de starter eller allerede utøver sin virksomhet, som gir dem en gunstigere behandling enn den som gis filialer av investeringsforetak med forretningskontor i en medlemsstat.

Artikkel 6

Det skal finne sted forutgående samråd med vedkommende myndigheter i den annen berørte medlemsstat når det gis tillatelse til et investeringsforetak som er

- datterforetak av et investeringsforetak eller en kredittinstitusjon med tillatelse i en annen medlemsstat, eller
- datterforetak av et hovedforetak for et investeringsselskap eller en kredittinstitusjon med tillatelse i en annen medlemsstat, eller
- kontrollert av de samme fysiske eller juridiske personer som kontrollerer et investeringsforetak eller en kredittinstitusjon med tillatelse i en annen medlemsstat.

AVDELING III. Forbindelser med tredjestater

Artikkel 7

Vedkommende myndigheter i medlemsstatene skal underrette Kommisjonen

a) om alle tillatelser som er gitt til et direkte eller indirekte datterforetak av ett eller flere hovedforetak som hører inn under lovgivningen i en tredjestat,
b) hver gang et slikt hovedforetak erverver en eierandel i et investeringsforetak i Fellesskapet slik at sistnevnte blir et datterforetak av hovedforetaket.

I begge tilfeller skal Kommisjonen underrette Rådet, i påvente av at Rådet etter forslag fra Kommisjonen nedsetter en komité for verdipapirer.

Når det er gitt tillatelse til et direkte eller indirekte datterforetak av ett eller flere hovedforetak som hører inn under lovgivningen i en tredjestat, skal gruppens struktur være angitt i den melding vedkommende myndigheter skal oversende Kommisjonen.

2. Medlemsstatene skal underrette Kommisjonen om generelle vanskeligheter som deres investeringsforetak støter på når de etablerer seg eller utøver investeringstjenester i en tredjestat.

3. Kommisjonen skal, første gang senest seks måneder før iverksettelsen av dette direktiv og deretter jevnlig, utarbeide en rapport om den behandling Fellesskapets investeringsforetak har fått i tredjestater, ut fra kriteriene i nr. 4 og 5, med hensyn til etablering og utøvelse av investeringstjenester, samt erverv av eierandeler i tredjestaters investeringsforetak. Kommisjonen skal oversende rapportene til Rådet sammen med eventuelle hensiktsmessige forslag.

4. Når Kommisjonen, enten på grunnlag av rapportene omhandlet i nr. 3 eller på grunnlag av andre opplysninger, fastslår at en tredjestat ikke gir Fellesskapets investeringsforetak en reell markedsadgang som kan sammenliknes med den Fellesskapet gir vedkommende tredjestats investeringsforetak, kan Kommisjonen forelegge Rådet et forslag til et passende forhandlingsmandat med sikte på å oppnå sammenlignbare konkurransemuligheter for Fellesskapets investeringsforetak. Rådet skal treffe sin beslutning med kvalifisert flertall.

5. Når Kommisjonen, enten på grunnlag av rapportene omhandlet i nr. 3 eller på grunnlag av andre opplysninger, fastslår at Fellesskapets investeringsforetak i en tredjestat ikke gis de samme konkurransemuligheter som dem

som tilbys nasjonale investeringsforetak og at vilkårene for reell markedsadgang ikke er oppfylt, kan den innlede forhandlinger for å bøte på situasjonen.

I tilfellene beskrevet i første ledd kan det også på et hvilket som helst tidspunkt, og samtidig som det innledes forhandlinger etter fremgangsmåten som skal fastsettes i det direktiv der Rådet nedsetter komiteen omhandlet i nr. 1, besluttes at vedkommende myndigheter i medlemsstatene skal begrense eller utsette vedtak i forbindelse med fremtidige søknader om tillatelse eller søknader som allerede er kommet inn, og om erverv av eierandeler foretatt av direkte eller indirekte hovedforetak som hører inn under lovgivningen i den aktuelle tredjestat. Tiltakenes varighet skal ikke overstige tre måneder.

Før utløpet av fristen på tre måneder og i lys av forhandlingsresultatet, kan Rådet etter forslag fra Kommisjonen treffe beslutning med kvalifisert flertall om hvorvidt tiltakene skal opprettholdes.

Slik begrensning eller utsettelse kan ikke få anvendelse når investeringsforetak som er gitt tillatelse i Fellesskapet, eller deres datterforetak, oppretter datterforetak, eller når slike investeringsforetak eller datterforetak erverver eierandeler i et investeringsforetak i Fellesskapet.

6. Når Kommisjonen fastslår at en av situasjonene omhandlet i nr. 4 og 5 har oppstått, skal medlemsstatene etter anmodning fra Kommisjonen underrette den om:

a) enhver søknad om tillatelse for et direkte eller indirekte datterforetak av ett eller flere hovedforetak som hører inn under lovgivningen i vedkommende tredjestat,
b) enhver plan de har fått seg forelagt i samsvar med artikkel 9 om et slikt foretaks erverv av en eierandel i et investeringsforetak i Felleskapet, slik at dette blir et datterforetak av førstnevnte.

Denne opplysningsplikt skal bortfalle når en avtale inngås med tredjestaten nevnt i nr. 4 eller 5 eller når tiltakene omhandlet i nr. 5 annet og tredje ledd ikke lenger anvendes.

7. Tiltak som treffes etter denne artikkel, skal være i samsvar med Fellesskapets forpliktelser i henhold til bilaterale og multilaterale avtaler om adgang til å starte og utøve virksomhet som investeringsforetak.

AVDELING IV. Vilkår for å utøve virksomhet som investeringsforetak

Artikkel 8

1. Vedkommende myndigheter i hjemstaten skal kreve at et investeringsforetak som har fått tillatelse, til enhver tid oppfyller vilkårene omhandlet i artikkel 3 nr. 3.

2. Vedkommende myndigheter i hjemstaten skal kreve at et investeringsforetak som har fått tillatelse, overholder reglene fastsatt i direktiv 93/6/EØF.

3. Vedkommende myndigheter i hjemstaten skal føre tilsyn med et investeringsforetak, uansett om investeringsforetaket etablerer en filial eller ikke, eller om det yter tjenester i en annen medlemsstat, med forbehold for de bestemmelser i dette direktiv som innebærer at myndighetene i vertsstaten gis myndighet.

Artikkel 9

Medlemsstatene skal fastsette at enhver person som har til hensikt direkte eller indirekte å erverve en kvalifisert eierandel i et investeringsforetak, på forhånd skal underrette vedkommende myndigheter om dette og opplyse om eierandelens størrelse. Enhver person skal på samme måte underrette vedkommende myndigheter dersom vedkommende har til hensikt å øke sin kvalifiserte eierandel så mye at vedkommendes andel av stemmerettigheter eller kapital når opp til eller overstiger 20 %, 33 % eller 50 % eller at investeringsforetaket blir vedkommendes datterforetak.

Med forbehold for bestemmelsene i nr. 2 skal vedkommende myndigheter ha en frist på høyst tre måneder fra dagen for underretning som fastsatt i første ledd til å motsette seg en slik plan dersom de, fordi det er nødvendig å sikre en god og fornuftig forvaltning av investeringsforetaket, ikke er overbevist om at den person som er omhandlet i første ledd, er egnet. Dersom myndighetene ikke motsetter seg planen, kan de fastsette et frist for å gjennomføre den.

2. Dersom den som har ervervet eierandelene omhandlet i nr. 1 er et investeringsforetak med tillatelse i en annen medlemsstat eller hovedforetaket til et investeringsforetak med tillatelse i en annen medlemsstat eller en person som kontrollerer et investeringsforetak med tillatelse i en annen medlemsstat, og det berørte investeringsforetak blir erververens datterforetak eller kontrollert av vedkommende, skal ervervet vurderes ved forutgående samråd som omhandlet i artikkel 6.

3. Medlemsstatene skal fastsette at enhver person som har til hensikt direkte eller indirekte å avhende en kvalifisert eierandel i et investeringsforetak, på forhånd skal underrette vedkommende myndigheter om dette og opplyse om den påtenkte eierandelens størrelse. Enhver person skal på samme måte underrette vedkommende myndigheter dersom vedkommende har til hensikt å redusere sin kvalifiserte eierandel så mye at vedkommendes andel av stemmerettigheter eller kapital kommer under 20 %, 33 % eller 50 % eller slik at investeringsforetaket ikke lenger er vedkommendes datterforetak.

4. Så snart de får kjennskap til det, skal investeringsforetakene underrette vedkommende myndigheter om erverv eller avhendelse av eierandeler i deres kapital som fører til at andelen overstiger eller faller under en av tersklene nevnt i nr. 1 og 3.

De skal også minst en gang i året gi vedkommende myndigheter melding om identiteten til aksjeeiere og deltakere som eier kvalifiserte eierandeler, og om andelenes størrelse, slik det f.eks. fremgår av opplysninger som gis på den årlige generalforsamling for aksjeeiere og deltakere, eller av opplysninger mottatt etter de bestemmelser som gjelder for børsnoterte selskaper.

5. Medlemsstatene skal kreve at vedkommende myndigheter, dersom personene omhandlet i nr. 1 gjør sin innflytelse gjeldende på en måte som kan skade en god og fornuftig forvaltning av investeringsforetaket, treffer passende tiltak for å bringe denne situasjon til opphør. Slike tiltak kan blant annet omfatte påbud, sanksjoner overfor ledelsen eller suspensjon av de stemmerettigheter som er knyttet til vedkommende aksjeeieres eller deltakeres aksjer eller andeler.

Lignende tiltak skal anvendes overfor personer som ikke overholder plikten til forutgående underretning fastsatt i nr. 1. Når en andel erverves til tross for at vedkommende myndigheter har motsatt seg det, skal medlemsstatene, uavhengig av andre sanksjoner, fastsette at de tilsvarende stemmerettigheter

skal suspenderes eller at de avgitte stemmer skal erklæres ugyldige eller kan annulleres.

Artikkel 10

Hjemstaten skal utarbeide tilsynsregler som investeringsforetaket til enhver tid skal overholde. Reglene skal særlig inneholde krav om at investeringsforetaket

- har gode administrasjons– og regnskapsrutiner, kontroll– og sikkerhetsordninger på edb–området, samt tilfredsstillende interne kontrollmetoder, som blant annet omfatter regler for personlige transaksjoner som foretas av foretakets ansatte,
- treffer tilfredsstillende tiltak med hensyn til de verdipapirer som tilhører investorer, med sikte på å verne deres eiendomsrett, særlig dersom foretaket blir insolvent, og for å forhindre at investeringsforetaket benytter investorenes verdipapirer for egen regning, med mindre investorene uttrykkelig har gitt sitt samtykke til dette,
- treffer tilfredsstillende tiltak med hensyn til de midler som tilhører investorene, med sikte på å verne deres rettigheter og for å forhindre at investeringsforetak som ikke er kredittinstitusjoner, benytter investorenes midler for egen regning,
- sørger for at det blir ført en liste over utførte transaksjoner som skal være minst så fyllestgjørende at hjemstatens myndigheter kan kontrollere om de tilsynsregler hvis anvendelse de har ansvar for, er overholdt; slike lister skal oppbevares i det tidsrom vedkommende myndigheter fastsetter,
- er oppbygd og organisert på en slik måte at risikoen for interessekonflikt mellom foretaket og dets kunder eller foretakets kunder seg imellom begrenses til et minimum. Ved opprettelse av en filial kan likevel organisasjonsmåten ikke være i strid med de regler for god forretningsskikk som vertsstaten har fastsatt med hensyn til interessekonflikter.

Artikkel 11

1. Medlemsstatene skal utarbeide regler for god forretningsskikk, som investeringsforetakene til enhver tid skal overholde. Slike regler skal minst gjennomføre prinsippene i strekpunktene som følger og skal anvendes på en slik måte at det tas hensyn til arten av yrket til den som mottar tjenesten. Medlemsstatene skal også anvende reglene på de tilknyttede tjenester som er nevnt i del C i vedlegget. Etter disse prinsipper skal investeringsforetaket

- opptre redelig og korrekt i utøvelsen av sin virksomhet, slik at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas så godt som mulig,
- utvise den nødvendige kompetanse, omhu og interesse i sin opptreden, slik at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas så godt som mulig,
- ha og effektivt benytte de ressurser og de fremgangsmåter som er nødvendige for å kunne utøve virksomheten på en god måte,
- sørge for å få opplysninger om kundenes øknonomiske stilling, investeringserfaring og målsetting for de ønskede tjenester,
- på egnet måte gi de nødvendige opplysninger under forhandlingene med sine kunder,
- bestrebe seg på å unngå interessekonflikter, og når det ikke lar seg gjøre, sørge for at dets kunder får en rimelig behandling,

– overholde alle bestemmelser som gjelder for utøvelsen av dets virksomhet, slik at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas så godt som mulig.

2. Med forbehold for de beslutninger som skal treffes som ledd i en harmonisering av reglene for god forretningsskikk, skal den medlemsstat der tjenesten ytes, fortsatt ha ansvar for iverksettelsen av reglene og kontrollen med at de overholdes.

3. Når et investeringsforetak utfører en ordre skal, ved anvendelse av reglene omhandlet i nr. 1, kriteriet for arten av investors yrke vurderes i forhold til den investor som er opphavsmann til ordren, uansett om den plasseres direkte av investoren selv eller indirekte gjennom et investeringsforetak som tilbyr en tjeneste som nevnt i del A nr. 1 bostav a) i vedlegget.

Artikkel 12

Et investeringsforetak skal før det gjør forretninger med investorer, opplyse dem om hvilken erstatningsordning eller tilsvarende vern som gjelder for de aktuelle transaksjoner, hvilken dekning som gis etter disse ordninger, eller om at det ikke finnes slike ordninger eller slik erstatning.

Rådet merker seg Kommisjonens opplysning om at den vil fremlegge forslag for Rådet om harmonisering av erstatningsordningene i forbindelse med investeringsforetaks transaksjoner senest 31. juli 1993. Rådet vil ta stilling til forslagene så snart som mulig, slik at de ordninger som foreslås, kan komme til anvendelse samme dag som dette direktiv iverksettes.

Artikkel 13

Bestemmelsene i dette direktiv er ikke til hinder for at investeringsforetak som er gitt tillatelse i en annen medlemsstat, kan reklamere for sine tjenester gjennom alle kommunikasjonsmidler som er til rådighet i vertsstaten, forutsatt at de overholder de regler om reklamens form og innhold som er vedtatt av hensyn til allmennhetens interesser.

AVDELING V. Bestemmelser om etableringsadgang og adgang til å yte tjenester

Artikkel 14

1. Medlemsstatene skal sørge for at ethvert investeringsforetak som har fått tillatelse og er underlagt tilsyn av vedkommende myndigheter i en annen medlemsstat i samsvar med dette direktiv, på deres territorium kan utføre investeringstjenester og andre tjenester oppført i del C i vedlegget i samsvar med artikkel 17, 18 og 19, enten ved at det opprettes en filial eller ved at det ytes tjenester, forutsatt at tjenestene omfattes av tillatelsen.

Dette direktiv berører ikke vertsstatens myndighet med hensyn til andeler i foretak for kollektiv investering som ikke omfattes av direktiv 85/611/EØF[1)] .

2. Medlemsstatene kan ikke gjøre opprettelsen av en filial eller ytelsen av tjenester som omhandlet i nr. 1 betinget av krav om tillatelse eller krav om innskutt kapital eller andre tiltak med tilsvarende virkning.

3. En medlemsstat kan kreve at transaksjoner i forbindelse med tjenestene omhandlet i nr. 1 skal foretas på et regulert marked, når de oppfyller samtlige av følgende kriterier:

- investor skal ha sitt vanlige bosted eller være etablert i medlemsstaten,
- investeringsforetaket skal foreta transaksjonen enten gjennom et hovedforetak eller en filial som er beliggende i medlemsstaten eller i henhold til adgangen til å yte tjenester i medlemsstaten,
- transaksjonen skal gjelde et instrument som omsettes på et regulert marked i medlemsstaten.

4. Når en medlemsstat anvender nr. 3, skal den gi de investorer som har sitt vanlige bosted eller er etablert i medlemsstaten, rett til å unnlate å oppfylle plikten i nr. 3 og til å få transaksjonene omhandlet i nr. 3 utført utenom et regulert marked. Medlemsstatene kan bestemme at en slik rett kan utøves bare når det foreligger en utrykkelig tillatelse, idet det tas hensyn til at investorene ikke har de samme behov for vern, og særlig til at de profesjonelle og institusjonelle investorer må gis mulighet til å ivareta sine interesser så godt som mulig. Denne tillatelsen skal under alle omstendigheter kunne gis på vilkår som ikke er til hinder for at investors ordre utføres umiddelbart.

5. Kommisjonen skal fremlegge en rapport om anvendelsen av bestemmelsene i nr. 3 og 4 senest 31. desember 1998 og skal eventuelt foreslå endringer.

1. EFT nr. L 375 av 31.12.1985, s.3. Direktivet sist endret ved direktiv 88/220/EØF (EFT nr. L 100 av 19.4.1988, s. 31).

Artikkel 15

1. Med forbehold for etableringsadgangen og adgangen til å yte tjenester som omhandlet i artikkel 14 skal vertsstaten sørge for at investeringsforetak som av vedkommende myndigheter i sin hjemstat er gitt tillatelse til å yte tjenester som nevnt i del A nr. 1 bokstav b) og nr. 2 i vedlegget, direkte eller indirekte kan bli medlemmer av eller få adgang til de regulerte markeder i vertsstaten der det ytes lignende tjenester, samt få adgang til eller bli medlemmer av de avregnings– og oppgjørsordninger som der stilles til rådighet for medlemmer av regulerte markeder.

Medlemsstatene skal oppheve alle nasjonale lover og forskrifter eller regler for regulerte markeder som begrenser det antall personer som kan tas opp. Dersom adgangen til et regulert marked er begrenset på grunn av markedets juridiske struktur eller tekniske kapasitet, skal medlemsstatene sørge for at strukturen og kapasiteten jevnlig tilpasses.

2. Medlemskap av eller adgang til et regulert marked forutsetter at kravene til investeringsforetaks kapitaldekningsgrad overholdes, og at dette kontrolleres av hjemstaten i samsvar med direktiv 93/6/EØF.

Medlemsstatene skal ha rett til å stille ytterligere krav til kapital bare i forbindelse med forhold som ikke omfattes av nevnte direktiv.

Adgang til et regulert marked, opptak som medlem eller fortsatt adgang eller medlemskap skal være betinget av at det regulerte markedets regler om opprettelse og administrasjon av dette marked overholdes, og av at reglene om transaksjoner på dette marked, de faglige krav som stilles til personalet som arbeider på dette marked eller i forbindelse med det, og reglene og fremgangsmåtene i forbindelse med avregningsog oppgjørsordninger overholdes. Det kan foretas hensiktsmessig tilpasning av de nærmere bestemmelser for

gjennomføringen av disse regler og fremgangsmåter, særlig for å sikre at de medfølgende forpliktelser oppfylles, men det forutsettes imidlertid at artikkel 28 overholdes.

3. En vertsstat skal for å oppfylle fopliktelsen i nr. 1 gi de investeringsforetak som der er nevnt, valget mellom å bli medlem av eller få adgang til dens regulerte markeder

- direkte, ved å opprette en filial i vertsstaten, eller
- indirekte, ved å opprette et datterforetak i vertsstaten eller ved å erverve et foretak i vertsstaten som allerede er medlem av eller har adgang til disse markeder.

Medlemsstater som på det tidspunkt dette direktiv blir vedtatt, anvender en lovgivning der en kredittinstitusjon kan bli medlem av eller få adgang til et slikt marked bare gjennom et spesialisert datterforetak, kan imidlertid frem til 31. desember 1996 fortsatt stille dette krav, uten forskjellsbehandling, til kredittinstitusjoner fra andre medlemsstater med hensyn til adgang til det regulerte marked.

Kongeriket Spania, Republikken Hellas og Republikken Portugal kan forlenge dette tidsrommet til 31. desember 1999. Ett år før denne dato skal Kommisjonen utarbeide en rapport der det tas hensyn til de erfaringer som er gjort med anvendelsen av denne artikkel, og skal eventuelt fremlegge et forslag. Rådet, som treffer sin beslutning med kvalifisert flertall, kan bestemme at ordningen skal gjennomgås på nytt.

4. Med forbehold for nr. 1, 2 og 3 kan et investeringsforetak som omhandlet i nr. 1, 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 dette nummer.

5. Bestemmelsene i denne artikkel er ikke til hinder for at medlemsstatene kan tillate eller forby opprettelse av nye markeder på sitt territorium. 6. Denne artikkel berører ikke

- reglene for å utøve virksomhet som *Kursmakler* i Forbundsrepublikken Tyskland,
- reglene for å utøve virksomhet som *hoekman* i Nederland.

Artikkel 16

Enhver medlemsstat skal, med henblikk på en gjensidig anerkjennelse og gjennomføringen av dette direktiv, utarbeide en liste over de regulerte markeder som den er hjemstat for og som er i samsvar med dens bestemmelser, og til orientering oversende listen til de øvrige medlemsstater og til Kommisjonen, samt bestemmelsene om disse regulerte markeders organisering og funksjon. Enhver endring i denne listen eller i disse reglene skal oversendes på samme måte. Kommisjonen skal offentliggjøre listene over regulerte markeder og ajourføringene av dem i *De Europeiske Fellesskaps Tidende* minst en gang i året.

Innen 31. desember 1996 skal Kommisjonen utarbeide en rapport om de opplysninger den har mottatt på denne måten, og skal eventuelt foreslå endringer av definisjonen av et regulert marked i dette direktiv.

Artikkel 17

1. Et investeringsforetak som ønsker å etablere en filial på en annen medlemsstats territorium skal, i tillegg til å oppfylle vilkårene i artikkel 3, gi vedkommende myndigheter i hjemstaten melding om dette.

2. Medlemsstatene skal kreve at et investeringsforetak som ønsker å etablere en filial i en annen medlemsstat, gir følgende opplysninger sammen med meldingen nevnt i nr. 1:

a) i hvilken medlemsstat investeringsforetaket har til hensikt å etablere en filial,
b) en virksomhetsplan der det blant annet angis hva slags virksomhet som er planlagt og hvordan filialen skal være organisert,
c) adresse i vertsstaten der dokumenter kan innhentes,
d) navnet på dem som utgjør filialens ledelse.

3. Med mindre vedkommende myndigheter i hjemstaten har grunn til å betvile at investeringsforetakets administrative struktur eller økonomiske stilling er god nok, tatt i betraktning den virksomhet som er planlagt, skal de innen tre måneder etter at de har mottatt opplysningene nevnt i nr. 2, oversende dem til vedkommende myndigheter i vertsstaten og underrette det berørte investeringsforetak om dette.

De skal også oversende opplysninger om enhver erstatningsordning som har som formål å verne filialens investorer.

Når vedkommende myndigheter i hjemstaten nekter å oversende opplysningene nevnt i nr. 2 til vedkommende myndigheter i vertsstaten, skal de innen tre måneder etter at de har mottatt alle opplysningene, begrunne avslaget overfor det berørte investeringsselskap. Et slikt avslag eller manglende svar skal kunne prøves for domstolene i hjemstaten.

4. Før et investeringsforetaks filial starter sin virksomhet, skal vedkommende myndigheter i vertsstaten innen to måneder etter at de har mottatt opplysningene nevnt i nr. 3, forberede tilsynet med investeringsforetaket i samsvar med artikkel 19, og eventuelt opplyse om de vilkår, herunder reglene for god forretningsskikk, som av hensyn til allmennhetens interesser skal gjelde for utøvelse av virksomheten i vertsstaten.

5. Så snart det foreligger opplysninger fra vedkommende myndighet i vertsstaten, eller dersom det ikke er mottatt noen opplysninger fra vertsstaten innen utløpet av fristen fastsatt i nr. 4, kan filialen etableres og starte sin virksomhet.

6. Dersom det foretas endring i noen av de opplysninger som er oversendt i samsvar med nr. 2 bokstav b), c) og d), skal investeringsforetaket gi skriftlig melding om endringen til vedkommende myndigheter i hjemstaten og vertsstaten minst en måned før endringen foretas, slik at vedkommende myndigheter i hjemstaten kan ta stilling til endringen i samsvar med nr. 3, og vedkommende myndigheter i vertsstaten i samsvar med nr. 4.

7. Dersom det foretas endring i de opplysninger som er oversendt i samsvar med nr. 3 annet ledd, skal hjemstatens myndigheter underrette vertsstatens myndigheter om dette.

Artikkel 18

1. Et investeringsforetak som for første gang ønsker å utøve virksomhet i henhold til adgangen til å yte tjenester på en annen medlemsstats territorium, skal gi vedkommende myndigheter i hjemstaten melding om

- i hvilken medlemsstat investeringsforetaket har til hensikt å utøve virksomhet,
- en virksomhetsplan, der det særlig angis hvilken eller hvilke investeringstjenester som skal ytes.

2. Vedkommende myndigheter i hjemstaten skal innen en måned etter å ha mottatt meldingen nevnt i nr. 1 oversende den til vedkommende myndigheter i vertsstaten. Investeringsforetaket kan så begynne å yte den eller de aktuelle investeringstjenester i vertsstaten.

Vedkommende myndigheter i vertsstaten skal, så snart de har mottatt meldingen nevnt i nr. 1, eventuelt opplyse investeringsforetaket om de vilkår, herunder reglene for god forretningsskikk, som av hensyn til allmennhetens interesser skal gjelde for den som yter de aktuelle investeringstjenester i vertsstaten.

3. Ved endring av opplysninger gitt etter nr. 1 annet ledd skal investeringsforetaket gi skriftlig melding om dette til vedkommende myndigheter i hjemstaten og vertsstaten før endringen foretas, slik at vedkommende myndigheter i vertsstaten eventuelt kan opplyse foretaket om endringer eller tilføyelser som må gjøres i de opplysninger som er oversendt i samsvar med nr. 2.

Artikkel 19

1. Vertsstaten kan til statistisk bruk kreve at ethvert investeringsforetak som har en filial på dens territorium, jevnlig skal sende en rapport om sin virksomhet der til vedkommende myndigheter i vertsstaten.

Vertsstaten kan, for å ivareta det pengepolitiske ansvar som er pålagt den, med forbehold for de tiltak som er nødvendige for å styrke Det europeiske valutasystem, på sitt territorium kreve de samme opplysninger av alle filialer av investeringsforetak hjemmehørende i andre medlemsstater som dem den for samme formål krever av nasjonale investeringsforetak.

2. Vertsstaten kan, for å ivareta det ansvar som er pålagt den etter dette direktiv, kreve de samme opplysninger av investeringsforetakets filialer som dem den for samme formål krever av nasjonale investeringsforetak.

Vertsstaten kan kreve at investeringsforetak som driver virksomhet på dens territorium i henhold til adgangen til å yte tjenester, gir de opplysninger som er nødvendige for at det kan kontrolleres at de overholder de standarder i vertsstaten som gjelder for dem; disse krav kan ikke være strengere enn dem de aktuelle medlemsstater stiller til etablerte selskaper for å kunne kontrollere at de overholder de samme standarder.

3. Når vedkommende myndigheter i vertsstaten fastslår at et investeringsforetak som har en filial eller yter tjenester på dens territorium, ikke overholder de lover eller forskrifter som er vedtatt der i henhold til bestemmelsene i dette direktiv og som bemyndiger vedkommende myndigheter i vertsstaten, skal de kreve at det berørte investeringsforetak bringer denne uregelmessighet til opphør.

4. Dersom det aktuelle investeringsforetak unnlater å treffe de nødvendige tiltak, skal vedkommende myndigheter i vertsstaten underrette vedkommende myndigheter i hjemstaten om dette. Vedkommende myndigheter i hjemstaten skal så raskt som mulig treffe alle nødvendige tiltak for at det berørte investeringsforetak bringer denne uregelmessighet til opphør. Tiltakenes art skal meddeles vedkommende myndigheter i vertsstaten.

5. Dersom investeringsforetaket fortsetter å bryte lovbestemmelsene nevnt i nr. 3 som gjelder i vertsstaten, til tross for tiltakene som er truffet av hjemstaten eller fordi tiltakene viser seg å være utilstrekkelige eller ikke foreligger i denne staten, kan vertsstaten etter å ha underrettet vedkommende myndigheter i hjemstaten treffe passende tiltak for å forhindre eller straffe nye uregelmessigheter og om nødvendig forhindre at investeringsforetaket foretar nye transaksjoner på dens territorium. Medlemsstatene skal sørge for at de dokumenter som er nødvendige for tiltakene, kan forkynnes for investeringsforetakene på deres territorium.

6. Bestemmelsene nevnt ovenfor skal ikke berøre vertsstatens myndighet til å treffe passende tiltak for på sitt territorium å forhindre eller straffe handlinger som er i strid med regler for god forretningsskikk vedtatt etter artikkel 11, samt andre lover eller forskrifter vedtatt av hensyn til allmennhetens interesser. Dette omfatter mulighet til å forhindre at et investeringsforetak som bryter bestemmelsene, foretar nye transaksjoner på dens territorium.

7. Ethvert tiltak som blir truffet etter nr. 4, 5 og 6 og som innebærer sanksjoner eller begrensninger i et investeringsforetaks virksomhet, skal behørig begrunnes og meddeles det berørte investeringsforetak. Tiltaket kan prøves for domstolene i den medlemsstat der det ble truffet.

8. Før fremgangsmåten fastsatt i nr. 2, 3 og 4 iverksettes, kan vedkommende myndigheter i vertsstaten i hastesaker treffe de tiltak som måtte være nødvendige for å verne interessene til investorer og andre som mottar tjenester. Kommisjonen og vedkommende myndigheter i de øvrige berørte medlemsstater skal underrettes om tiltakene så snart som mulig.

Kommisjonen kan etter å rådført seg med vedkommende myndigheter i de berørte medlemsstater bestemme at den berørte medlemsstat skal endre eller oppheve tiltakene.

9. Dersom tillatelsen tilbakekalles, skal vedkommende myndigheter i vertsstaten underrettes, og de skal treffe passende tiltak for å forhindre at det berørte investeringsforetak foretar nye transaksjoner på dens territorium og for å verne investorenes interesser. Hvert annet år skal Kommisjonen fremlegge en rapport for en komité for verdipapirer som skal nedsettes på et senere tidspunkt, om slike tilfeller.

10. Medlemsstatene skal meddele Kommisjonen hvor mange og hva slags tilfeller som er gitt avslag i samsvar med artikkel 17, eller der det er truffet tiltak i samsvar med nr. 5. Hvert annet år skal Kommisjonen fremlegge en rapport for en komité for verdipapirer som skal nedsettes på et senere tidspunkt, om slike tilfeller.

Artikkel 20

1. For å sikre at myndigheter som har ansvar for markeder og tilsyn, har til rådighet de opplysninger som er nødvendige for at de skal kunne utføre sin oppgave, skal hjemstaten minst kreve

a) at investeringsforetakene, med forbehold for de tiltak som er truffet etter artikkel 10, sørger for at de relevante opplysninger om transaksjoner i forbindelse med tjenester som omhandlet i artikkel 14 nr. 1, foretatt med instrumenter som omsettes på et regulert marked, uansett om transaksjonene har funnet sted på et regulert marked eller ikke, holdes til rådighet for myndighetene i minst fem år,
b) at investeringsforetakene melder fra til vedkommende myndighet i hjemstaten om alle transaksjoner omhandlet i bokstav a) når transaksjonene

gjelder
- aksjer eller andre instrumenter som gir adgang til kapital,
- obligasjoner eller andre instrumenter som kan sidestilles med obligasjoner,
- terminkontrakter knyttet til aksjer,
- opsjoner knyttet til aksjer.

Myndighetene skal ha meldingen så snart som mulig. Fristen skal fastsettes av myndighetene. Fristen kan forlenges til slutten av følgende virkedag når driftsmessige eller praktiske forhold tilsier det, men kan ikke under noen omstendighet gå ut over dette.

Meldingen skal særlig inneholde opplysninger om type og antall kjøpte eller solgte instrumenter, transaksjonens dato og klokkeslett og dens pris, samt gi mulighet til å identifisere de investeringsforetak som er involvert.

Hjemstaten kan bestemme at kravet fastsatt i bokstav b) med hensyn til obligasjoner og verdipapirer som kan sidestilles med obligasjoner, skal gjelde bare for de samlede transaksjoner med det samme instrument.

2. Når et investeringsforetak foretar en transaksjon på et regulert marked i en vertsstat, kan hjemstaten avstå fra sitt krav om rapportering dersom investeringsforetaket må rapportere om samme transaksjon til de myndigheter markedet hører inn under.

3. Medlemsstatene skal bestemme at meldingene omhandlet i nr. 1 bokstav b) skal sendes av investeringsforetaket selv eller et handelssystem (*trade matching system*), eller formidles gjennom fondsbørsmyndigheter eller myndigheter med ansvar for et annet regulert marked.

4. Medlemsstatene skal sørge for at opplysninger som skal være tilgjengelige etter denne artikkel, også er tilgjengelige med sikte på en tilfredsstillende gjennomføring av artikkel 23.

5. Hver medlemsstat kan, på det område som omfattes av denne artikkel, uten forskjellsbehandling vedta eller opprettholde strengere bestemmelser med hensyn til form og innhold, oppbevaring og melding av opplysninger om transaksjoner
- som foretas på et regulert marked som den er hjemstat for, eller
- som foretas av investeringsforetak som den er hjemstat for.

Artikkel 21

1. For at investorene til enhver tid skal kunne vurdere vilkårene for en transaksjon de har til hensikt å foreta, og i etterhånd kunne kontrollere under hvilke forhold den er foretatt, skal vedkommende myndigheter for hvert av de regulerte markeder som er oppført på listen omhandlet i artikkel 16, treffe tiltak for å gi investorene opplysningene omhandlet i nr. 2. Vedkommende myndigheter skal i samsvar med kravene i nr. 2 fastsette opplysningenes form og fristen for å gi opplysningene, samt på hvilken måte de skal stilles til rådighet når det tas hensyn til det berørte markedets art, størrelse og behov, og til de investorer som opererer på markedet.

2. Vedkommende myndigheter skal for hvert enkelt instrument minst kreve

a) offentliggjøring, på begynnelsen av hver handelsdag på markedet, av veid gjennomsnittskurs, høyeste og laveste kurs, samt hvor mye som er omsatt på det aktuelle regulerte marked i løpet av hele den foregående handelsdag.

b) for kontinuerlige ordrebaserte markeder og for kursbaserte markeder også offentliggjøring
   - ved avslutningen av hver handelstime, av veid gjennomsnittskurs og hvor mye som er omsatt på det aktuelle regulerte marked i løpet av seks handelstimer, slik at det før offentliggjøringen er et mellomliggende tidsrom på to handelstimer, og
   - hvert tjuende minutt, av veid gjennomsnittskurs og høyeste og laveste kurs på det aktuelle regulerte marked i løpet av to handelstimer, slik at det før offentliggjøringen er et mellomliggende tidsrom på en handelstime.

Når investorene på forhånd har adgang til opplysninger om de kurser som skal gjelde og de mengder som kan omsettes,

i. skal slike opplysninger være tilgjengelige til enhver tid mens markedet er åpent,
ii. skal investoren kunne foreta en bestemt transaksjon på de angitte vilkår om en bestemt kurs og mengde.

Vedkommende myndigheter kan utsette eller suspendere offenliggjøringen når ekstraordinære forhold på markedet tilsier det, eller for å bevare foretakenes og investorenes anonymitet når det dreier seg om små markeder. Vedkommende myndigheter kan anvende særlige bestemmelser ved uvanlige transaksjoner som har et svært stort omfang i forhold til gjennomsnittsstørrelsen på transaksjoner med det aktuelle verdipapir på dette marked, eller i forbindelse med illikvide verdipapirer, definert etter objektive og offentliggjorte kriterier. Myndighetene kan også anvende mindre strenge bestemmelser, særlig med hensyn til frist for offentliggjøring i forbindelse med transaksjoner med obligasjoner eller instrumenter som sidestilles med obligasjoner.

3. Hver medlemsstat kan på det område som omfattes av denne artikkel, vedta eller opprettholde strengere bestemmelser eller tilleggsbestemmelser om form og innhold med hensyn til de opplysninger investorene skal ha om transaksjoner som foretas på regulerte markeder som medlemsstaten er hjemstat for, forutsatt at disse bestemmelser gjelder uansett i hvilken medlemsstat utstederen av de finansielle instrumenter befinner seg, eller uansett på hvis medlemsstats regulerte marked instrumentet ble notert første gang.

4. Kommisjonen skal senest 31. desember 1997 utarbeide en rapport om anvendelsen av denne artikkel; Rådet, som treffer sin beslutning med kvalifisert flertall etter forslag fra Kommisjonen, kan bestemme at artikkelen skal endres.

AVDELING VI. Myndigheter med ansvar for å gi tillatelse og føre tilsyn

Artikkel 22

1. Medlemsstatene skal utpeke de vedkommende myndigheter som skal ivareta oppgavene fastsatt i dette direktiv. De skal underrette Kommisjonen om dette og angi hvordan oppgavene er fordelt.

2. Myndighetene omhandlet i nr. 1 skal være offentlige myndigheter eller organer, anerkjent etter nasjonal lovgivning eller anerkjent av offentlige myndigheter som er uttrykkelig bemyndiget til dette etter nasjonal lovgivning.

3. De berørte myndigheter skal ha den bemyndigelse som er nødvendig for at de skal kunne utføre sin oppgave.

Artikkel 23

1. Når det er flere vedkommende myndigheter i medlemsstaten, skal de føre et nært samarbeid om tilsynet med investeringsforetak som utøver virksomhet i medlemsstaten.

2. Medlemsstatene skal sørge for at et slikt samarbeid finner sted mellom vedkommende myndigheter og de offentlige myndigheter som har til oppgave å føre tilsyn med finansmarkeder, kredittinstitusjoner og andre finansinstitusjoner og forsikringsforetak, med hensyn til de foretak disse forskjellige myndigheter fører tilsyn med.

3. Dersom et investeringsforetak ved å yte tjenester eller ved å opprette filialer utøver virksomhet i en eller flere medlemsstater ut over hjemstaten, skal vedkommende myndigheter i alle de berørte medlemsstater føre et nært samarbeid slik at de mer effektivt kan ivareta sitt ansvar på de områder som omfattes av dette direktiv.

De skal på anmodning gi hverandre alle opplysninger om ledelse og eierstruktur i slike investeringsforetak som kan lette tilsynet med dem, samt alle opplysninger som kan lette kontrollen med slike foretak. Hjemstatens myndigheter skal særlig samarbeide for å sikre seg at vertsstatens myndigheter kan innhente de opplysninger som er omhandlet i artikkel 19 nr. 2.

Hjemstatens myndigheter skal, i den grad det er nødvendig for å foreta den kontroll de er bemyndiget til, underrettes av vedkommende myndigheter i vertsstaten om ethvert tiltak som innebærer sanksjoner overfor et investeringsforetak eller begrensninger av et investeringsforetaks virksomhet, og som vertsstaten har truffet etter artikkel 19 nr. 6.

Artikkel 24

1. Når et investeringsforetak som er gitt tillatelse i en annen medlemsstat, utøver virksomhet i en vertsstat gjennom en filial, skal vertsstaten sørge for at vedkommende myndigheter i hjemstaten etter å ha underrettet vedkommende myndigheter i vertsstaten, selv eller ved en person som de utpeker for dette formål, kan foreta kontroll på stedet av opplysningene omhandlet i artikkel 23 nr. 3.

2. Vedkommende myndigheter i hjemstaten kan også rette en anmodning til vedkommende myndigheter i vertsstaten om at det må foretas kontroll. De myndigheter som mottar anmodningen, skal innenfor rammen av sin myndighet etterkomme den, enten ved å foreta kontrollen selv eller ved å tillate at de myndigheter som har fremsatt anmodningen, foretar kontrollen, eller ved å la en revisor eller annen sakkyndig foreta den.

3. Denne artikkel skal ikke være til hinder for at vedkommende myndigheter i vertsstaten for å ivareta sitt ansvar etter dette direktiv kan foreta kontroll på stedet av filialer etablert på vertsstatens territorium.

Artikkel 25

1. Medlemsstatene skal fastsette at enhver som arbeider eller har arbeidet for vedkommende myndigheter, samt revisorer eller sakkyndige som opptrer på vegne av vedkommende myndigheter, skal være underlagt taushetsplikt.

Dette innebærer at ingen fortrolige opplysninger de får i embets medfør kan gis videre til noen annen person eller myndighet, unntatt i en summarisk eller sammenfattet form slik at det enkelte investeringsforetak ikke kan identifiseres, med forbehold for tilfeller som hører inn under strafferetten.

Når et investeringsforetak er erklært konkurs eller er under avvikling etter domstolens beslutning, kan likevel fortrolige opplysninger som ikke berører tredjemann involvert i forsøk på å redde foretaket, gis videre under en sivil rettssak.

2. Nr. 1 skal ikke være til hinder for at vedkommende myndigheter i de forskjellige medlemsstater utveksler opplysninger i samsvar med dette direktiv og de øvrige direktiver som gjelder for investeringsforetak. Disse opplysningene skal være underlagt taushetsplikt som omhandlet i nr. 1.

3. Medlemsstatene kan inngå samarbeidsavtaler om utveksling av opplysninger med vedkommende myndigheter i tredjestater bare dersom de opplysninger som gis videre, omfattes av en garanti for taushetsplikt som minst tilsvarer den som er nevnt i denne artikkel.

4. Vedkommende myndigheter som mottar fortrolige opplysninger i henhold til nr. 1 og 2, kan bruke dem i embets medfør bare

- til å kontrollere at vilkårene for adgang til å starte virksomhet som investeringsforetak er oppfylt og for å gjøre det lettere å føre tilsyn på individuelt og konsolidert grunnlag med utøvelse av slik virksomhet, særlig med hensyn til krav om kapitaldekningsgrad fastsatt i direktiv 93/6/EØF, administrasjons– og regnskapsrutiner og interne kontrollmetoder, eller
- til å pålegge sanksjoner, eller
- i forbindelse med en forvaltningsklage på et vedtak vedkommende myndighet har gjort, eller
- under rettsforhandlinger iverksatt i samsvar med artikkel 26.

5. Nr. 1 og 4 skal ikke være til hinder for utveksling av opplysninger

a) innen samme medlemsstat når det finnes flere vedkommende myndigheter der, eller
b) innen samme medlemstat og mellom medlemsstater, mellom vedkommende myndigheter og
   - myndigheter med ansvar for tilsyn med kredittinstitusjoner, andre finansinstitusjoner og forsikringsforetak samt myndigheter med ansvar for tilsyn med finansmarkedene,
   - organer som har ansvar for avvikling og konkursbehandling av investeringsforetak og lignende fremgangsmåter, eller
   - personer med ansvar for å utføre lovfestet revisjon av investeringsforetaks og andre finansinstitusjoners regnskaper,

når de utfører sine tilsynsoppgaver, og skal heller ikke være til hinder for at de organer som forvalter erstatningsordninger, mottar de opplysninger som er nødvendige for at de kan utføre sin oppgave. Disse opplysninger skal være underlagt taushetsplikt som omhandlet i nr. 1.

6. Bestemmelsene i denne artikkel skal heller ikke være til hinder for at vedkommende myndighet kan gi videre til de sentralbanker som ikke fører individuelt tilsyn med kredittinstitusjoner eller investeringsforetak, opplysninger de måtte behøve i egenskap av pengepolitiske myndigheter. Opplysninger som mottas i denne forbindelse, skal være underlagt taushetsplikt som omhandlet i nr. 1.

7. Bestemmelsene i denne artikkel skal ikke være til hinder for at vedkommmende myndigheter oversender opplysningene omhandlet i nr. 1 til 4 til en oppgjørssentral eller et lignende organ som etter nasjonal lovgivning kan foreta avregning eller oppgjør på et av markedene i den aktuelle medlemsstat, dersom de mener det er nødvendig for å sikre at disse organer fungerer som de skal i forbindelse med en markedsdeltakers mislighold eller potensielle mislighold. Opplysninger mottatt i denne forbindelse skal være underlagt taushetsplikt som omhandlet i nr. 1. Medlemsstatene skal imidlertid sørge for at opplysninger som er mottatt i henhold til nr. 2, ikke kan gis videre i det tilfellet som her er nevnt uten uttrykkelig samtykke fra de vedkommende myndigheter som først gav opplysningene.

8. I tillegg kan medlemsstatene uten hensyn til bestemmelsene i nr. 1 og 4 ved lov tillate at visse opplysninger gis videre til andre avdelinger i deres sentrale forvaltning som er ansvarlige for lovgivningen om tilsyn med kredittinstitusjoner, finansinstitusjoner, investeringsforetak og forsikringsforetak, samt til kontrollører som handler etter fullmakt fra disse avdelinger.

Slike opplysninger kan likevel gis videre bare når det er nødvendig av hensyn til tilsynet.

Medlemsstatene skal imidlertid fastsette at opplysninger mottatt etter nr. 2 og 5 og opplysninger som er fremskaffet ved kontroll på stedet som omhandlet i artikkel 24, ikke må gis videre i de tilfeller som her er nevnt uten uttrykkelig samtykke fra de vedkommende myndigheter som oversendte opplysningene eller fra vedkommende myndigheter i den medlemsstat der det ble foretatt kontroll på stedet.

9. Dersom en medlemsstat på det tidspunkt dette direktiv blir vedtatt, har fastsatt at myndighetene skal utveksle opplysninger seg imellom for å kontrollere at lovbestemmelsene om tilsyn og om kommersielle selskapers organisasjon, drift og forretningspraksis, samt reglene for finansmarkedene, overholdes, kan medlemsstaten fortsatt tillate en slik utveksling, til samtlige bestemmelser for hele finanssektoren om utveksling av opplysninger mellom myndigheter er samordnet, og under alle omstendigheter senest til 1. juli 1996.

Medlemsstatene skal likevel sørge for at opplysninger som stammer fra en annen medlemsstat, ikke kan gis videre på vilkårene nevnt i første ledd uten uttrykkelig samtykke fra de vedkommende myndigheter som først gav disse opplysningene videre, og kan benyttes bare til de formål som sistnevnte myndigheter har gitt sitt samtykke til.

Rådet skal foreta den samordning som er omhandlet i første ledd på grunnlag av et forslag fra Kommisjonen. Rådet merker seg Kommisjonens opplysning om at den vil fremlegge forslag senest 31. juli 1993. Rådet vil ta stilling til forslagene så snart som mulig, slik at de regler som foreslås, kan komme til anvendelse samme dag som dette direktiv iverksettes.

Artikkel 26

Medlemsstatene skal sørge for at vedtak som gjelder et investeringsforetak og som gjøres i henhold til lover og forskrifter vedtatt i samsvar med dette direktiv, kan prøves for domstolene; dette gjelder også dersom det ikke er gjort vedtak innen seks måneder etter at det ble sendt inn søknad om tillatelse med alle opplysninger som kreves etter gjeldende bestemmelser.

Artikkel 27

Med forbehold for reglene om tilbakekallelse av tillatelser og strafferettslige bestemmelser skal medlemsstatene sørge for at deres vedkommende myndigheter, dersom et investeringsforetak eller dets ansvarlige ledelse har brutt lover eller forskrifter om tilsyn med investeringsforetak eller om deres virksomhet, kan vedta tiltak eller ilegge sanksjoner for det uttrykkelige formål å bringe lovbruddene eller deres årsaker til opphør.

Artikkel 28

Medlemsstatene skal sørge for at det ikke finner sted noen forskjellsbehandling i forbindelse med gjennomføringen av bestemmelsene i dette direktiv.

AVDELING VII. Sluttbestemmelser

Artikkel 29

Til det vedtas et nytt direktiv med bestemmelser om tilpasning av dette direktiv til den tekniske utvikling på de områder som er nevnt nedenfor, skal Rådet, i samsvar med beslutning 87/373/EØF [1)] og etter forslag fra Kommisjonen, med kvalifisert flertall vedta de tilpasninger som eventuelt er nødvendige i forbindelse med

- utvidelse av innholdet i listen oppført i del C i vedlegget,
- tilpasning av terminologien i listene i vedlegget, av hensyn til utviklingen på finansmarkedene,
- de områder der vedkommende myndigheter skal utveksle opplysninger som nevnt i artikkel 23,
- avklaring av definisjonene for å sikre en ensartet anvendelse av dette direktiv i Fellesskapet,
- avklaring av definisjonene slik at det ved gjennomføringen av dette direktiv kan tas hensyn til utviklingen på finansmarkedene,
- samordning av terminologi og utforming av definisjoner i samsvar med senere tiltak for investeringsforetak og beslektede områder,
- de øvrige oppgaver som er omhandlet i artikkel 7 nr. 5. 1 EFT nr. L 197 av 18.7.1987, s. 33.

Artikkel 30

1. Investeringsforetak som før 31. desember 1995 har fått tillatelse til å utføre investeringstjenester i hjemstaten, skal anses for å ha den nødvendige tillatelse etter dette direktiv dersom den aktuelle medlemsstats lovgivning krever at foretakene for å kunne utøve slik virksomhet skal overholde vilkår tilsvarende dem som er angitt i artikkel 3 nr. 3 og i artikkel 4.

2. Investeringsforetak som allerede utøver sin virksomhet 31. desember 1995 og som ikke er blant investeringsforetakene omhandlet i nr. 1, kan fortsette sin virksomhet, forutsatt at de innen 31. desember 1996 får tillatelse etter hjemstatens bestemmelser til å fortsette virksomheten i samsvar med de bestemmelser som vedtas i henhold til dette direktiv.

Bare etter å ha fått en slik tillatelse kan foretakene komme inn under bestemmelsene i dette direktiv om etableringsadgang og adgang til å yte tjenester.

3. Dersom investeringsforetakene før den dag dette direktiv blir vedtatt har startet sin virksomhet i andre medlemsstater gjennom filialer eller ved å yte tjenester, skal myndighetene i hjemstaten mellom 1. juli og 31. desember 1995 i henhold til artikkel 17 nr. 1 og 2 og artikkel 18 oversende en liste til myndighetene i alle de berørte medlemsstater over foretak som overholder bestemmelsene i dette direktiv og som utøver sin virksomhet i de aktuelle medlemsstater, med angivelse av hva slags virksomhet som utøves.

4. Fysiske personer som den dag dette direktiv blir vedtatt, har tillatelse til å tilby investeringstjenester i en medlemsstat, skal anses for å ha tillatelse etter dette direktiv, forutsatt at de oppfyller vilkårene i artikkel 1 nr. 2 annet ledd annet strekpunkt og i de fire strekpunkter i artikkel 1 nr. 2 tredje ledd.

Artikkel 31

Medlemsstatene skal vedta de lover og forskrifter som er nødvendige for å etterkomme dette direktiv, senest 1. juli 1995.

Bestemmelsene skal tre i kraft senest 31. desember 1995. Medlemsstatene skal umiddelbart underrette Kommisjonen om dette.

Bestemmelsene nevnt i første ledd skal, når de vedtas av medlemsstatene, inneholde en henvisning til dette direktiv, eller det skal henvises til direktivet når de kunngjøres. Nærmere regler for henvisningen fastsettes av medlemsstatene.

Artikkel 32

Dette direktiv er rettet til medlemsstatene. Utferdiget i Brussel, 10. mai 1993.

DEL A. TJENESTER

1.
   a) Mottak og formidling av ordre på vegne av investor i forbindelse med ett eller flere av de instrumenter som er nevnt i del B.
   b) Utførelse av slike ordre for andres regning.

2. Omsetning for egen regning av de instrumenter som er nevnt i del B.
3. Porteføljeforvaltning av investors investeringer på individuell basis og etter investors instruks, når porteføljene omfatter ett eller flere av de instrumenter som er nevnt i del B.
4. Fulltegningsgaranti i forbindelse med emisjon av ett eller flere av de instrumenter som er nevnt i del B, og/eller plassering av slike emisjoner.

DEL B. Instrumenter

1.
   a) Omsettelige verdipapirer.
   b) Andeler utstedt av et foretak for kollektiv investering.

2. Pengemarkedsinstrumenter.
3. Finansielle terminkontrakter (*futures*), herunder tilsvarende instrumenter med kontant oppgjør.
4. Rentesikringsavtaler (FRA).
5. Renteswap og valutaswap, og swap på aksjer og aksjeindeks.
6. Opsjoner på å kjøpe eller selge ethvert instrument som kommer inn under

denne del av vedlegget, herunder tilsvarende instrumenter med kontant oppgjør. I denne kategorien inngår særlig valuta– og renteopsjoner.

DEL C. Tilknyttede tjenester

- Oppbevaring og forvaltning i forbindelse med ett eller flere av instrumentene nevnt i del B.
- Boksutleie.
- Kreditt– eller långivning til en investor, slik at vedkommende kan foreta en transaksjon med ett eller flere av de instrumenter som er nevnt i del B, når foretaket som yter kreditten eller lånet, deltar i transaksjonen.
- Rådgivning til foretak med hensyn til kapitalstruktur, industriell strategi og lignende spørsmål, samt tjenester i forbindelse med fusjoner og oppkjøp av foretak.
- Tjenester knyttet til fulltegningsgaranti.
- Investeringsrådgivning i forbindelse med ett eller flere av de instrumenter som er nevnt i del B.
- Tjenester i tilknytning til valutavirksomhet, når dette skjer i forbindelse med ytelse av investeringstjenester.