



DET KONGELIGE
FINANSDEPARTEMENT

Ot.prp. nr. 80

(2008–2009)

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsløven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandeløven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapiriområdet)

Innhold

1	Proposisjonens hovedinnhold	5			
1.1	Innledning	5	3.2.3	Eierbegrensningsregler og forholdet til EØS-avtalen	22
1.2	Eierkontroll i finansinstitusjoner – gjennomføring av EØS-regler som svarer til direktiv 2007/44/EF	5	3.3	Generelt om behovet for eierbegrensningsregler	26
1.3	Eierbegrensning og eierkontroll i infrastrukturforetak på verdipapirområdet	6	3.3.1	Innledning	26
			3.3.2	Grunnleggende hensyn bak reglene om eierbegrensning i infrastrukturforetak på verdipapirområdet	27
			3.3.3	Faktorer som må avveies mot hensynene bak eierbegrensningsreglene	31
2	Eierkontroll i finansinstitusjoner – gjennomføring av EØS-regler som svarer til direktiv 2007/44/EF	8	3.4	Regulerte markeder	36
2.1	Bakgrunnen for forslaget mv.	8	3.4.1	Arbeidsgruppens forslag	36
2.1.1	Innledning	8	3.4.2	Høringsinstansenes merknader	36
2.1.2	Banklovkomisjonens mandat og arbeid	8	3.4.3	Departementets vurderinger	37
2.1.3	Høring	8	3.5	Børser	38
2.2	Hovedtrekk i høringsuttalelsene	9	3.5.1	Arbeidsgruppens forslag	38
2.3	Finansieringsvirksomhetsloven § 2-2 flg. – systematisk opplegg mv.	10	3.5.2	Høringsinstansenes merknader	40
2.3.1	Gjeldende rett	10	3.5.3	Departementets vurderinger	42
2.3.2	Banklovkomisjonens forslag	10	3.6	Verdipapirregistre	47
2.3.3	Høringsinstansenes merknader	10	3.6.1	Arbeidsgruppens forslag	47
2.3.4	Departementets vurdering	11	3.6.2	Høringsinstansenes merknader	49
2.4	Saksbehandlingsregler	11	3.6.3	Departementets vurderinger	51
2.4.1	Gjeldende rett	11	3.7	Oppgjørssentraler	53
2.4.2	Banklovkomisjonens forslag	11	3.7.1	Arbeidsgruppens forslag	53
2.4.3	Høringsinstansenes merknader	12	3.7.2	Høringsinstansenes merknader	54
2.4.4	Departementets vurdering	12	3.7.3	Departementets vurderinger	54
2.5	Egnetvurderingen	13	3.8	Forslagets forhold til EØS-avtalen	55
2.5.1	Gjeldende rett	13	3.8.1	Forholdet til de fire friheter og etableringsretten	55
2.5.2	Banklovkomisjonens forslag	13	3.8.2	Forholdet til sekundærlovgivningen	56
2.5.3	Høringsinstansenes merknader	13	3.8.3	Harmonisering av MiFID artikkel 38 og direktiv 2007/44?	57
2.5.4	Departementets vurdering	15	4	Økonomiske og administrative konsekvenser	58
2.6	Konsolidering og sanksjonering	16	4.1	Eierkontroll i finansinstitusjoner – gjennomføring av EØS-regler som svarer til direktiv 2007/44/EF	58
2.6.1	Gjeldende rett	16	4.2	Eierbegrensning og eierkontroll i infrastrukturforetak på verdipapirområdet (børs m.m.)	58
2.6.2	Banklovkomisjonens forslag	17	4.2.1	Innledning	58
2.6.3	Høringsinstansenes merknader	17	4.2.2	Økonomiske og administrative konsekvenser for det offentlige	58
2.6.4	Departementets vurdering	17	4.2.3	Økonomiske og administrative konsekvenser for private aktører	58
3	Eierbegrensning og eierkontroll i infrastrukturforetak på verdipapirområdet (børs m.m.) ..	18	5	Merknader til de enkelte bestemmelsene	60
3.1	Bakgrunn for lovforslagene	18			
3.1.1	Arbeidsgruppen	18			
3.1.2	Høring	19			
3.2	Gjeldende rett	19			
3.2.1	Norsk rett	19			
3.2.2	Svensk, dansk og finsk rett	21			

5.1	Lov 10. juni 1988 nr. 40 om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner (finansieringsvirksomhetsloven)	60	5.6	Lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven)	64
5.2	Lov 24. mai 1961 nr. 2 om forretningsbanker	61	5.7	Ikrafttredelse mv.	65
5.3	Lov 10. juni 2005 nr. 44 om forsikringsselskaper, pensjonsforetak og deres virksomhet	61	Forslag til lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandelloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapirområdet)		
5.4	Lov 29. juni 2007 nr. 74 om regulerte markeder (børsloven)	61	66		
5.5	Lov 5. juli 2002 nr. 64 om registrering av finansielle instrumenter (verdipapirregisterloven)	63			



DET KONGELIGE
FINANSDEPARTEMENT

Ot.prp. nr. 80

(2008–2009)

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandelsoven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapiriområdet)

*Tilråding fra Finansdepartementet av 24. april 2009,
godkjent i statsråd samme dag.
(Regjeringen Stoltenberg II)*

1 Proposisjonens hovedinnhold

1.1 Innledning

Finansdepartementet fremmer i denne proposisjonen forslag om lovendring på to ulike områder. For det første foreslås det endring i lovreglene om eierkontroll i finansinstitusjoner. For det andre foreslås det endring i lovreglene om eierbegrensninger og eierkontroll i infrastrukturforetak på verdipapiriområdet. Mens førstnevnte lovendring har sin bakgrunn i Norges forpliktelse om å gjennomføre nye EØS-regler i norsk rett, vil sistnevnte lovendringer i hovedsak ha sin bakgrunn i et reelt nasjonalt behov.

Departementets forslag til endring i lovreglene om eierkontroll i finansinstitusjoner behandles i kapitlene 1.2 og 2. Departementets forslag til endring i lovreglene om eierbegrensning og eierkontroll i infrastrukturforetak på verdipapiriområdet behandles i kapitlene 1.3 og 3. I kapittel 4 redegjøres det felles for de administrative og økonomiske konsekvensene av departementets forslag. I kapittel 5 gis merknader til de enkelte foreslåtte bestemmelsene.

1.2 Eierkontroll i finansinstitusjoner – gjennomføring av EØS-regler som svarer til direktiv 2007/44/EF

I proposisjonens kapittel 2 fremmer Finansdepartementet forslag til endring i lov 10. juni 1988 nr. 40 om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner (finansieringsvirksomhetsloven), lov 24. mai 1961 nr. 2 om forretningsbanker og lov 10. juni 2005 nr. 44 om forsikringsselskaper, pensjonsforetak og deres virksomhet.

Lovforslaget som gjelder eierkontroll i finansinstitusjoner gjelder for den egnethetsvurdering som gjøres ved erverv av kvalifiserte eierandeler i finansforetak, og enkelte saksbehandlingsregler knyttet til dette. Lovforslaget innebærer at myndighetenes adgang til å utøve skjønn i egnethetsvurderingen innsnevres. I henhold til lovforslaget vil følgende forhold i særlig grad måtte tas i betraktning av myndighetene: a) erververs omdømme, b) omdømmet og erfaring til ledelsen av selskapet etter transaksjonen, c) om erververen vil kunne misbruke den innflytelse eierandelen gir samt om institusjonens uavhengighet vil kunne svekkes,

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandeloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapirirområdet)

d) erververs finansielle soliditet, e) sannsynlighet for overholdelse av kravene som følger av finanslovgivningen, f) om effektivt tilsyn med institusjonen vil bli vanskeliggjort og g) risikoen for pengevitvasking og finansiering av terrorisme.

Videre foreslås det at forhåndsmelding av erverv skal sendes til Kredittilsynet. Myndighetene vil i utgangspunktet måtte avgjøre om det skal gis tillatelse til ervervet innen 60 arbeidsdager. Dersom det ikke er truffet vedtak innen utgangen av denne fristen, vil tillatelse være ansett som gitt. Dette innebærer noe kortere tidsfrister for myndighetene enn etter gjeldende rett.

1.3 Eierbegrensning og eierkontroll i infrastrukturforetak på verdipapirirområdet

I proposisjonens kapittel 3 fremmer Finansdepartementet forslag om endring i lov 29. juni 2007 nr. 74 om regulerte markeder (børsloven), lov 5. juli 2002 nr. 64 om registrering av finansielle instrumenter (verdipapirregisterloven) og lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandeloven).

I kapittel 3.1 redegjøres det for bakgrunnen for lovforslagene. Det redegjøres for arbeidsgruppen som har avgitt utredningen som ligger til grunn for departementets forslag, og videre for høringsrunden, herunder for hvem som har vært høringsinstanser.

I kapittel 3.2 redegjøres det for gjeldende rett på området. Etter norsk rett kan ingen i utgangspunktet eie aksjer som representerer mer enn 10 prosent av aksjekapitalen eller stemmene i en *børs*, jf. børsloven § 35. På generalforsamlingen i børs kan ingen stemme for mer enn 10 prosent av stemmene i foretaket eller for mer enn 20 prosent av de stemmer som er representert på generalforsamlingen. Det kan gis dispensasjon fra både eier- og stemmerettsbegrensningene. Videre åpnes det for unntak for holdingselskaper. Dertil kan det gis tillatelse til å eie inntil 25 prosent som ledd i et strategisk samarbeid. Andre regulerte markeder enn børs er ikke undergitt tilsvarende restriksjoner. For slike foretak gjelder det kun et krav om at eier som representerer minst 10 prosent av aksjekapitalen eller stemmene er egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket, jf. børsloven § 17. Dette er et krav som følger av Norges forpliktelser etter EØS-avtalen, jf. MiFID artikkel 38. *Verdipapirregistre* er i hovedtrekk undergitt tilsvarende eier- og stemmerettsbegrensningsregler som børs, se verdipapirregisterloven §§ 5-2 og 5-3. Ingen

kan eie mer enn 20 prosent av aksjekapitalen i en *oppgjørssentral*, jf. verdipapirhandeloven § 13-1 syvende ledd. Departementet kan gjøre unntak fra dette. Dertil er det krav om at vedkommende som representerer minst 10 prosent av aksjekapitalen eller stemmene, eller som på annen måte gjør det mulig å utøve betydelig innflytelse over forvaltningen, anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av oppgjørssentralen. I kapitlet redegjøres det videre for eierskapsregler i enkelte andre land som det er naturlig at Norge sammenligner seg med. Endelig redegjøres det for eierbegrensningsreglens forhold til EØS-avtalen.

I kapittel 3.3 pekes det på behovet for en gjennomgang av dagens eierbegrensningsregler. Det vises til at en gjennomgang av regelverket allerede ble varslet under arbeidet med ny børslov og ny verdipapirhandelov i 2007. Videre vises det til en grunnlagt uttalelse fra ESA datert 1. juni 2004 der det anføres at de norske lovbestemte begrensningene i eierskap og stemmerett i infrastrukturforetak er i strid med prinsippet om fri kapitalbevegelse, jf. EØS-avtalens artikkel 40. Dette er imøtegått av norske myndigheter ved Finansdepartementets svarbrev til ESA av 1. september 2004. Uenigheten med ESA aktualisere under enhver omstendighet en gjennomgang av gjeldende regelverk. Videre vises det til at de senere års utvikling på verdipapirirområdet tilsier en grundig gjennomgang av gjeldende regelverk. Det pekes på både teknologiske, strukturelle og regelverksmessige utviklingstrekk. Videre i kapitlet redegjøres det for de sentrale hensyn bak dagens eierskapsregler. De grunnleggende hensyn bak lovbestemte begrensninger av eierskap og stemmerett er sammenfallende med de generelle formålsbestemmelsene for verdipapirhandeloven, børsloven og verdipapirregisterloven. Målet er å fremme effektive, velordnede og tillitvekkende markeder for finansielle instrumenter. Mer konkret bygger eier- og stemmerettsbegrensningsreglene på behovet for å sikre infrastrukturforetakenes uavhengighet, nøytralitet og integritet. I kapitlet redegjøres det endelig for en rekke faktorer som må avveies mot hensynene bak eierskapsreglene. Her kan blant annet nevnes behovet for stabile rammebetingelser, konkurransedyktige rammebetingelser, aktiv eierstyring, konsistent regelverk, effektivt tilsyn samt forvaltningskjønn og politisk styring. Dersom man etter en slik avveining kommer til at man uten å bryte med de grunnleggende hensyn kan myke opp eierbegrensningsreglene på en slik måte at de kommer andre viktige faktorer i møte, så bør dette gjøres. Det er ikke ønskelig at regelverket pålegge strengere restriksjoner på eierrettighetene enn

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandeloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapirområdet)

hva som er nødvendig for å ivareta ovennevnte hensyn. Den konkrete avveiningen i forhold til de ulike typer infrastrukturforetak gjøres i forbindelse med de enkelte endringsforslagene under kapitlene 3.4, 3.5, 3.6 og 3.7.

I kapittel 3.4 behandles eierskapsregler for regulerte markeder. Det foreslås ingen endringer i gjeldede regler. Departementet kommer til at behovet for å sikre disse foretakenes uavhengighet, nøytralitet og integritet i tilstrekkelig grad kan ivaretas ved den subjektive egnethetsvurderingen av den som planlegger å erverve en betydelig eierandel i et slikt foretak.

I kapittel 3.5 behandles eierskapsregler for børser. Det foreslås at det fortsatt skal gjelde en lovbestemt eierbegrensning, men at eierskapstaket heves fra 10 til 20 prosent. Dagens stemmerettsbegrensninger foreslås justert i tråd med dette. Dagens dispensasjonsadgang foreslås videreført, men det presiseres at slik tillatelse skal være tidsbegrenset. Det foreslås at det åpnes for et unntak fra den alminnelige eierbegrensingsregelen for eiere som i det vesentlige driver eller eier regulert marked, liknende markeds plass eller tilknyttet infrastrukturvirksomhet. Unntaket er begrunnet i at dette er en gruppe eiere som det i mindre grad er risiko for at vil svekke tilliten til børsens uavhengighet, nøytralitet og integritet. Slike foretak kan søke departementet om tillatelse til å eie mer enn 20 prosent i en børs eller holdingselskapet til denne. Tillatelse kan bare gis dersom departementet finner eieren egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av børsen. Ved denne vurderingen skal det foretas et bredt og sammensatt skjønn. Det skal blant annet legges vekt på erververens tidligere handlemåte, erververens tilgjengelige økonomiske ressurser og hensynet til forsvarlig virksomhet, om ervervet vil kunne føre til uønskede virkninger for finansmarkedenes virkemåte, konkurransemessige forhold på det relevante markedet, muligheten for å utøve et effektivt tilsyn, om ervervet vil kunne påvirke rettigheter og plikter for aktørene på vedkommende børs, og om den bakenforliggende eierstruktur hos erverver er i samsvar med eierkontrollreglernes formål.

I kapittel 3.6 behandles eierskapsregler for verdipapirregistre. Det foreslås at det som hovedregel forstst skal gjelde en lovbestemt eierbegrensning. Forslaget er i hovedsak utformet etter møn-

ster fra forslaget for børs i kapittel 3.5. Eierskapstaket foreslås hevet fra 10 til 20 prosent. Dagens stemmerettsbegrensninger foreslås justert i tråd med dette. Dagens dispensasjonsadgang foreslås videreført, men det presiseres at slik tillatelse skal være tidsbegrenset. Det foreslås at det åpnes for et unntak fra den alminnelige eierbegrensingsregelen for eiere som i det vesentlige driver eller eier verdipapirregister, liknende registerfunksjoner eller tilknyttet infrastrukturvirksomhet. Unntaket er begrunnet i at dette er en gruppe eiere som det i mindre grad er risiko for at vil svekke tilliten til verdipapirregisterets uavhengighet, nøytralitet og integritet. Slike foretak kan søke departementet om tillatelse til å eie mer enn 20 prosent i et verdipapirregister eller holdingselskapet til dette. Tillatelse kan bare gis dersom departementet finner eieren egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av børsen. Ved denne vurderingen skal det foretas et bredt og sammensatt skjønn. Det skal blant annet legges vekt på erververens tidligere handlemåte, erververens tilgjengelige økonomiske ressurser og hensynet til forsvarlig virksomhet, om ervervet vil kunne føre til uønskede virkninger for finansmarkedenes virkemåte, konkurransemessige forhold på det relevante markedet, muligheten for å utøve et effektivt tilsyn, om ervervet vil kunne påvirke rettigheter og plikter for aktørene på vedkommende børs, og om den bakenforliggende eierstruktur hos erverver er i samsvar med eierkontrollreglernes formål.

I kapittel 3.7 behandles eierskapsregler for oppgjørssentraler. Det foreslås å oppheve gjeldende eierbegrensingsregler og kun videreføre dagens skjønnsbaserte eierkontroll ved erverv av betydelig eierandel. Det er departementets oppfatning at hensynene bak eierbegrensingsreglene ikke i like sterk grad gjør seg gjeldende for oppgjørssentraler som for børser og verdipapirregistre, og at en slik forskjell vil kunne begrunne ulike eierskapsregler for de ulike infrastrukturforetakene.

I kapittel 3.8 redegjøres det for lovforslagenes forhold til EØS-avtalen, herunder forholdet til de fire friheter og etableringsretten, og dessuten til sekundærlovgivningen. Det pekes på at alle de foreslåtte endringene vil legge til rette for økt kapitalflyt, og dermed redusere innskrenkningen i den frie kapitalbevegelse. Videre vil forslagene styrke etableringsretten.

2 Eierkontroll i finansinstitusjoner – gjennomføring av EØS-regler som svarer til direktiv 2007/44/EF

2.1 Bakgrunnen for forslaget mv.

2.1.1 Innledning

Direktiv 2007/44/EF av 5. september 2007 gjør endringer i rådsdirektiv 92/49/EØF og direktiv 2002/83/EF, 2004/39/EF, 2005/68/EF og 2006/48/EF og innfører endrede prosedyreregler og kriterier ved tilsynsmessig vurdering av erverv og forhøyelse av eierandeler i finansiell sektor. Direktivet har gjennomføringsfrist for EUs medlemsland 21. mars 2009.

Direktiv 2007/44/EF ble innlemmet i EØS-avtalen den 4. juli 2008 ved EØS-komiteens beslutning nr. 79/2008. Beslutningen i EØS-komiteen ble tatt med forbehold om Stortingets samtykke i samsvar med Grunnloven § 26 annet ledd. Saken ble framlagt for Stortinget i St.prp. nr. 83 (2008-2009). Stortinget ga 3. november 2008 samtykke til godkjenning av EØS-komiteens beslutning. Beslutningen vil tre i kraft for Norge når alle de tre EØS/EFTA-statene har meddelt at de forfatningsmessige krav er oppfylt.

Direktivets formål er å gjøre det enklere og mer forutsigbart for markedsaktører å gjennomføre oppkjøp og fusjoner i finanssektoren. Eierkontroll vil fortsatt være basert på tillatelse, men det nye direktivet stiller noe endrede krav – i forhold til tidligere direktiv – til den egnethetsvurderingen som kompetente myndigheter skal foreta ved oppkjøp og fusjoner i finanssektoren, herunder krav til de kriterier som myndighetene kan legge til grunn ved egnethetsvurderingen. Direktivet stiller også krav til saksbehandling, herunder strengere tidsfrist for myndighetenes vurdering.

Gjennomføring av direktivet og tilsvarende EØS-regler vil i første rekke skape større klarhet og forutsigbarhet for markedsaktører som ønsker å kjøpe seg opp i selskap innen finansiell sektor, da deres søknader i større grad enn etter gjeldende regler må avgjøres innen konkrete frister og vurderingen må skje etter bestemte kriterier. Myndighetenes mulighet for skjønnsutøvelse innsnevres tilsvarende, men utelukker ikke bruk av skjønn. Selv om egnethetsvurderingen skal skje i henhold til en

uttømmende liste med kriterier, åpner kriteriene i seg selv for utøvelse av skjønn.

2.1.2 Banklovkomisjonens mandat og arbeid

Banklovkomisjonen fikk ved brev 29. april 2008 fra Finansdepartementet i oppdrag å utarbeide utkast til de endringer i finansieringsvirksomhetsloven §§ 2-2 følgende, som er påkrevd for gjennomføring av direktiv 2007/44/EF i norsk rett. Banklovkomisjonen avga 6. august 2008 NOU 2008:13 Eierkontroll i finansinstitusjoner, med forslag til nødvendige endringer. Utredningen var enstemmig.

2.1.3 Høring

Finansdepartementet sendte utredningen fra Banklovkomisjonen med utkast til nødvendige lovendringer på høring 7. august 2008 til følgende høringsinstanser:

Aksjonærforeningen i Norge

Alle departementene

Datatilsynet

Den Norske Advokatforening

Den norske Revisorforening

Det juridiske Fakultet, Universitetet i Bergen

Det juridiske Fakultet, Universitetet i Oslo

Det juridiske Fakultet, Universitetet i Tromsø

Energibedriftenes Landsforening

Finansforbundet

Finansieringsselskapenes forening

Finansnæringens Hovedorganisasjon

Folketrygdfondet

Forbrukerombudet

Forbrukerrådet

Handels- og Servicenæringenes Hovedorganisasjon

Handelshøyskolen BI

Huseiernes Landsforbund

International Maritime Exchange ASA (IMAREX)

Konkurransetilsynet

Kredittilsynet

KS

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandeloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapirområdet)

Landsorganisasjonen i Norge
 Lotteri- og stiftelsestilsynet
 Nord Pool ASA
 Nordic Association of Energy Traders (NAET)
 Nordisk Energimeglerforbund (NEBA)
 Norges Autoriserte Regnskapsføreres Forening
 Norges Bank
 Norges Fondsmeglerforbund
 Norges Handelshøyskole
 Norges Juristforbund
 Norges Rederiforbund
 Norges Skogeierforbund
 Norsk Bedriftsforbund
 Norsk Investorforum
 Norsk Kraftforvalterforening
 Norsk Tillitsmann ASA
 Norsk Venture
 Norske Boligbyggelags Landsforbund
 Norske Finansanalytikerens Forening
 Norske Forsikringsmeglerens Forening
 Norske Kredittopplysningsbyråers Forening
 Norske Pensjonskassers Forening
 NOS Clearing ASA
 Næringslivets Hovedorganisasjon
 Oljeindustriens Landsforening
 Oslo Børs
 Regjeringsadvokaten
 Riksadvokaten
 Riksrevisjonen
 Siviløkonomene
 Sjøassurandørenes Centralforening
 Sparebankforeningen i Norge
 Statistisk sentralbyrå
 Stortingets ombudsmann for forvaltningen
 Verdipapirfondenes Forening
 Verdipapirsentralen
 Yrkesorganisasjonenes Sentralforbund
 ØKOKRIM
 Økonomiforbundet

Høringsfristen gikk ut 6. oktober 2008. Følgende instanser har avgitt høringsuttalelser:

Datatilsynet
 Den Norske Advokatforening
 Finansnæringens Hovedorganisasjon
 Kredittilsynet
 Norges Bank
 Næringslivets Hovedorganisasjon
 Sparebankforeningen
 Statistisk sentralbyrå

Følgende høringsinstanser har opplyst at de ikke har merknader:

Arbeids- og inkluderingsdepartementet
 Barne- og likestillingsdepartementet

Den norske Revisorforening
 Folketrygdfondet
 Forsvarsdepartementet
 Helse- og omsorgsdepartementet
 Justisdepartementet
 Konkurransetilsynet
 KS
 Kunnskapsdepartementet
 Landbruks- og matdepartementet
 Landsorganisasjonen i Norge
 Miljøverndepartementet
 Norges Skogeierforbund
 Nærings- og handelsdepartementet
 Regjeringsadvokaten
 Riksadvokaten
 Utenriksdepartementet
 Økokrim

2.2 Hovedtrekk i høringsuttalelsene

Høringsinstansene som har gitt merknader til forslaget er generelt positive til de foreslåtte endringene (som altså er en konsekvens av direktivendringene). Flere høringsinstanser peker likevel på at utformingen av de norske reglene på enkelte punkter bør legges tetter opp til ordlyden i direktivet. Dette gjelder blant annet Finansnæringens Hovedorganisasjon, Kredittilsynet, Norges Bank og Advokatforeningen.

Finansnæringens Hovedorganisasjon (FNH) støtter i hovedsak Banklovkomisjonens forslag til implementering av direktiv 2007/44/EF. FNH gir imidlertid uttrykk for at det vil være en fordel å legge den norske lovteksten nærmere til EUs direktivtekst, fordi det er et totalharmoniseringsdirektiv hvor det må forventes utfyllende regler og tolkningsuttalelser fra EU. Videre ber FNH departementet overveie de føringer direktivet gir med hensyn til konsesjonspraksis for organisering av blandede finanskonsern.

Kredittilsynet gir uttrykk for at Banklovkomisjonens utkast til lov i all hovedsak følger direktivets bestemmelser.

Norges Bank fremhever at Banklovkomisjonens forslag til lovendringer i stor grad er i samsvar med direktivets bestemmelser, men poengterer at de foreslåtte norske reglene på enkelte områder avviker noe fra EU-reglene. De viser blant annet til at selv om vurderingskriteriene i Banklovkomisjonens forslag til ny § 2-4 annet ledd i det vesentlige samsvarer med kriteriene som fremgår av direktivet, så er Banklovkomisjonens forslag til vurderingskriterier på enkelte områder mer omfattende.

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandeloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapiriområdet)

Næringslivets Hovedorganisasjon støtter Banklovkommisjonens utkast til endring av finansieringsvirksomhetsloven. De trekker særlig frem at hensynet til forutberegnelighet i større grad burde vært fremhevet og vektlagt ved vurderingen av hvordan reglene bør utformes.

Sparebankforeningen slutter seg til Banklovkommisjonens forslag til lovendringer.

Statistisk sentralbyrå er positiv til at meldeplikt av erverv av eierandeler utvides til å gjelde for alle finansinstitusjoner, under henvisning til at økt kunnskap om utenlandske eierinteresser i Norge er av særlig interesse for dem.

2.3 Finansieringsvirksomhetsloven § 2-2 flg. – systematisk opplegg mv.

2.3.1 Gjeldende rett

Eierkontroll med erverv av eierandeler er i norsk rett gjennomført ved bestemmelsene i finansieringsvirksomhetsloven §§ 2-2 til 2-6. Reglene fikk sin nåværende form ved en lovendring i 2003 (lov 20. juni 2003 nr. 42), jf. Ot.prp. nr. 50 (2002-2003) og den forutgående NOU 2002:3 Eierbegrensning og eierkontroll i finansinstitusjoner.

Finansieringsvirksomhetsloven § 2-2 inneholder i dag i første, annet og femte ledd de sentrale bestemmelser om eierkontroll ved erverv av eierandeler i finansinstitusjoner. Det fastslås der at erverv av en kvalifisert eierandel bare kan skje i henhold til tillatelse gitt av Kongen. Definisjonen av kvalifisert eierandel omfatter eierandeler som representerer 10 prosent eller mer av kapitalen eller stemmene i en finansinstitusjon, eller som for øvrig gir adgang til å utøve en vesentlig innflytelse i ledelsen av institusjonen og dens virksomhet.

Et erverv er også betinget av tillatelse gitt av Kongen dersom den eierandel som erverves, vil øke en kvalifisert eierandel slik at den utgjør eller overstiger henholdsvis 20, 25, 33 eller 50 prosent av kapitalen eller stemmene i finansinstitusjonen, eller ved annet erverv som vil gi bestemmende innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-3 og allmennaksjeloven § 1-3.

§ 2-2 femte ledd inneholder en del regler om saksbehandlingen. En søknad om tillatelse skal som hovedregel være avgjort innen tre måneder fra den dag fullstendig søknad er mottatt, eller fra det senere tidspunkt da det er gitt fullstendige opplysninger om de relevante forhold. De øvrige saksbehandlingsreglene er fastsatt i forskrift 18. desember 2003 nr. 1639 om eierkontroll i finansinstitusjoner.

Av § 2-2 annet ledd fremgår det også at den som vil avhende en kvalifisert eierandel eller redusere den så meget at eierandelen etter reduksjonen er mindre enn 10 prosent eller en av de øvrige prosentvise grenser, skal gi melding om dette til Kredittilsynet. Det dreier seg her om en ren meldeplikt. Slik avhendelse av eierandel er ikke betinget av tillatelse.

2.3.2 Banklovkommisjonens forslag

Banklovkommisjonen viser til at det systematiske opplegg som ligger til grunn for finansieringsvirksomhetsloven §§ 2-2 flg. i hovedtrekk stemmer ganske godt med systematikken i de nye direktivbestemmelsene. Banklovkommisjonen ser det som en fordel å kunne videreføre dette opplegget så vidt mulig uten vesentlige endringer. Et utgangspunkt i lovarbeidet har derfor vært at endringene i disse bestemmelsene bør begrenses til det som vil være nødvendig for en forsvarlig gjennomføring av det nye (og strengere) EU/EØS-regelverket om erverv eller økning av kvalifiserte eierandeler.

Utkastets § 2-2 er redaksjonelt noe omformet i forhold til § 2-2 i gjeldende lov. Det vesentlig nye er at det er trukket et prinsipielt skille mellom forhåndsmeldingen av et (fremtidig) erverv eller en økning av en kvalifisert eierandel, og kravet om at ervervet bare kan gjennomføres etter tillatelse fra myndighetene.

2.3.3 Høringsinstansenes merknader

Advokatforeningen uttaler i sin høringsuttalelse følgende:

Banklovkommisjonen har i høringsnotatet videreført systematikken og opplegget i gjeldende lov. Dette har ført til at Banklovkommisjonens forslag til endringer i finansieringsvirksomhetsloven på enkelte punkter har fått en annen ordlyd enn det som følger av en direkte anvendelse av direktivet. Tilnærmingen kan skape rettsulikheter innad i EØS og gi ulike rammevilkår for finansnæringen. Advokatforeningen har forståelse for den systematikk som Banklovkommisjonen har benyttet, men ber om at departementet i den videre behandling av forslaget nøye vurderer de harmoniserings-spørsmål som en videreføring av systematikken og opplegget i gjeldende lov medfører.

Det kan også reises spørsmål om detaljgraden i lovforslaget er noe høy. Norsk lovgivings-tradisjon bygger på et prinsipp om at hovedregler gjengis i lovteksten, mens mer detaljerte regler kan inntas i forskrifter. Dette begrenser

omfanget av lovteksten og bidrar til å skape oversiktelige lover. Forskrifter vil gjennom Lovdata være like tilgjengelige som lovtekster. Advokatforeningen reiser på denne bakgrunn spørsmål om det vil være mer hensiktsmessig om de mer detaljerte reglene om erverv av eierandeler i finansinstitusjoner inntas i forskrift om eierkontroll i finansinstitusjoner av 18. desember 2003 nr. 1639 (eierkontrollforskriften).

2.3.4 Departementets vurdering

Etter departementets vurdering er det systematiske opplegget som fremgår av Banklovkommisjonens utkast, hensiktsmessig. Departementet ser det ikke som hensiktsmessig å flytte større deler av det foreslåtte regelverket over i forskrift, og viser til at de reglene som fremgår av direktivet bør fremgå av lovteksten. Departementet slutter seg på denne bakgrunn til Banklovkommisjonens forslag.

2.4 Saksbehandlingsregler

2.4.1 Gjeldende rett

Finansieringsvirksomhetsloven § 2-2 femte ledd krever at det sendes søknad om tillatelse med angivelse av størrelsen av den eierandel det tas sikte på å erverve. En søknad om tillatelse skal som hovedregel være avgjort innen tre måneder fra den dag fullstendig søknad er mottatt, eller fra det tidspunkt da det er gitt fullstendige opplysninger om de relevante forhold. Ytterligere saksbehandlingsregler er fastsatt i forskrift 18. desember 2003 nr. 1639 om eierkontroll i finansinstitusjoner.

2.4.2 Banklovkommisjonens forslag

Banklovkommisjonen foreslår i utkastet § 2-2 første ledd at forhåndsmelding skal sendes til Kredittilsynet. For øvrig er det med utgangspunkt i direktivbestemmelsene foretatt enkelte presiseringer og tilføyelser i enkelte av bestemmelsene i gjeldende § 2-2. Dette gjelder blant annet § 2-2 annet ledd siste punktum hvoretter erverv som foretas av to eller flere etter samråd, skal anses som «ett erverv», og en bestemmelse i fjerde ledd som likestiller «direkte» og «indirekte» erverv. Et eksempel på «indirekte» erverv er oppkjøp av majoritetskontroll i et foretak som (tidligere) er gitt tillatelse til å inneha en kvalifisert eierandel i en finansinstitusjon.

Reglene om beregning av en erververs eierandel i gjeldende lov § 2-2 tredje og fjerde er videre-

ført i utkastet § 2-2 fjerde og femte ledd, men i samsvar med direktivet er det tilføyd at eierandeler eller stemmerettigheter overtatt av en kredittinstitusjon eller et verdipapirforetak i henhold til tegningsgaranti ikke skal medregnes dersom disse ikke benyttes til å utøve innflytelse i institusjonen og blir avhendet innen ett år etter overtakelsen.

I finansieringsvirksomhetsloven § 2-5 er det i dag satt forbud mot at en finansinstitusjon stiller garanti for aksjetegning for så vidt garantien vil kunne føre til overtagelse av aksjer ut over den grense for institusjonens samlede beholdning av eierandeler i andre selskaper som følger av lovgivningen. Som nevnt i avsnittet ovenfor følger det av direktivet at aksjer og stemmerettigheter som overtas i henhold til tegningsgaranti mv. ikke skal tas i betraktning ved beregningen av en eierandel med mindre aksjene eller stemmerettighetene blir brukt eller benyttet på en annen måte til å øve innflytelse på ledelsen av institusjonen, eller aksjene eller stemmerettighetene ikke er avhendet senest ett år etter at de ble overtatt. Det foreslås derfor at bestemmelsen i § 2-5 oppheves.

En viktig endring i saksbehandlingen er at det innføres kortere tidsfrister for offentlige myndigheter. Direktivets mest sentrale bestemmelser om saksbehandlingen er foreslått tatt inn i lovutkastet § 2-3, som forutsettes supplert av mer detaljerte regler i utkastet til forskrift om eierkontroll mv. Det følger av utkastet § 2-3 første ledd at størrelsen på den samlede eierandel etter ervervet er av vesentlig betydning ved vurderingen av om tillatelse skal gis. Det stilles derfor krav om at meldingen skal inneholde de opplysninger som trengs for å kunne beregne den samlede eierandel etter reglene i utkastet § 2-2 fjerde og femte ledd.

Utkastet til § 2-3 tredje ledd inneholder bestemmelser som setter frister for gjennomføring av saksbehandlingen og vedtak i saken (vurderingsperioden).

Ved mottak av melding om erverv, skal Kredittilsynet innen to arbeidsdager etter mottakelsen bekrefte mottakelsen overfor avsender. Fra det tidspunkt Kredittilsynet bekrefter å ha mottatt melding i samsvar med § 2-2 første ledd løper det en frist på 60 arbeidsdager for sluttbehandling av saken. Departementet eller Kredittilsynet kan imidlertid én gang, og senest etter 50 arbeidsdager, be om ytterligere opplysninger med den virkning at vurderingsperioden avbrytes i tiden inntil svar er mottatt, men normalt ikke i mer enn 20 arbeidsdager, jf. lovutkastet § 2-3 tredje ledd. Det følger av utkastet til § 2-5 fjerde ledd at dersom det ved vurderingsperiodens utløp ikke er truffet vedtak om at tillatelse ikke gis, skal tillatelse anses gitt.

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandeloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapirirområdet)

Utkastet § 2-5 inneholder de sentrale regler om tillatelse til å gjennomføre et påtenkt erverv, samt visse retningslinjer når det gjelder å avgjøre om tillatelse skal meddeles eller ikke. Bestemmelsen tilsvarende deler av finansieringsvirksomhetsloven § 2-3 første ledd.

I utkastet § 2-5 første ledd fremgår det at departementet gir tillatelse i den utstrekning erververen er egnet til å utøve eierinnflytelse for å sikre forsvarlig og betryggende ledelse av finansinstitusjonen og dens virksomhet, og de finansielle forhold etter ervervet er betryggende. Tillatelsen skal angi størrelsen på den eierandel som tillatelsen omfatter, og det forutsettes at departementet her har adgang til å sette grense for hvor stor eierandel som kan erverves.

Utkastet § 2-5 annet ledd omhandler tilfelle hvor departementet har grunnlag for å avslå å gi tillatelse til gjennomføring av ervervet. Tillatelse skal ikke gis i tilfelle hvor departementet har rimelig grunnlag for tvil om erververens egnethet som eier av den samlede eierandel eller om de finansielle forhold etter ervervet vil være betryggende.

Det kan etter utkastet § 2-5 tredje ledd settes vilkår for tillatelsen, herunder frist for gjennomføringen av ervervet, men det kan ikke stilles som vilkår at erververen faktisk erverver en eierandel av en fastsatt minsteprosent. Det er opp til erververen å avgjøre om ervervet vil gjennomføres innen den frist som er fastsatt i tillatelsen.

2.4.3 Høringsinstansenes merknader

Advokatforeningen stiller i sin høringsuttalelse spørsmål ved om det kan være hensiktsmessig å innta noen av de detaljerte saksbehandlingsreglene i eierkontrollforskriften.

Norges Bank gir videre uttrykk for at en redusert saksbehandlingsfrist kan være utfordrende for det norske systemet hvor en betydelig del av sakene behandles i to instanser ved at sakene skal forberedes av Kredittilsynet og avgjøres av Finansdepartementet. *Norges Bank* viser i denne sammenhengen til at Kredittilsynet bør få kompetanse til å avgjøre alle saker som gjelder eierkontroll/egnetetsvurdering og også konsesjonssaker som gjelder etablering, fusjon, mv.

Kredittilsynet gir i sin høringsuttalelse uttrykk for at kravet om at meldinger om erverv skal avgjøres av nasjonale myndigheter innen 60 arbeidsdager ikke vil medføre store endringer i forhold til dagens krav hvor slike saker skal avgjøres innen tre måneder.

Næringslivets Hovedorganisasjon gir i sin høringsuttalelse uttrykk for at utkastet til § 2-2

femte ledd er mer begrenset enn nødvendig. De viser til at det neppe er noe krav etter MiFID Annex I at det må være snakk om en «full» tegningsgaranti og at Annex I heller ikke er begrenset til «tegnings» av aksjer.

Advokatforeningen gir i sin høringsuttalelse uttrykk for at § 2-5 er gitt en unødvendig komplisert utforming samtidig som den fremstår som en gjentakelse av de vurderinger som skal vektlegges etter lovforslaget. *Advokatforeningen* foreslår at følgende ordlyd til § 2-5 første og annet ledd:

§ 2-5 Tillatelsen

(1) Departementet gir tillatelse etter § 2-2 annet ledd i den utstrekning departementet finner at vilkårene i § 2-4 er oppfylt. Tillatelsen skal angi størrelsen av den eierandel som kan erverves i henhold til tillatelsen.

(2) Departementet skal ikke gi tillatelse til ervervet dersom departementet finner at det er rimelig grunnlag for tvil om vilkårene i § 2-4 første ledd er oppfylt. Departementet skal heller ikke gi tillatelse til ervervet dersom plikten til å gi melding etter § 2-2 første ledd, jf. § 2-3 første ledd, ikke er oppfylt, eller dersom opplysninger fremlagt av erververen er ufullstendige eller viser seg å være uriktige. Erververen skal i tilfelle gis skriftlig underretning med begrunnelse for vedtaket.

Finansnæringsens Hovedorganisasjon stiller også spørsmål ved om § 2-5 første og annet ledd har fått en hensiktsmessig utforming. De viser til at bestemmelsene gjentar og dublerer avgjørelseskriteriene fra § 2-4 på en måte som verken er nødvendig eller hensiktsmessig.

2.4.4 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til Banklovkommissjonens forslag. Etter departementets syn er Banklovkommissjonens forslag hensiktsmessig utformet for å gjennomføre direktivet på dette punktet.

Departementet finner som nevnt ikke grunnlag for å flytte deler av lovteksten over i forskrift. Direktivets regler om saksbehandlingen bør fremgå av lovteksten.

Når det gjelder Norges Banks merknad om at Kredittilsynet bør få kompetanse til å avgjøre alle saker som gjelder eierkontroll/egnetetsvurdering, vises det til at kompetanse til å avgjøres kurante slike saker er delegert til Kredittilsynet ved forskrift 18. desember 2003 nr 1639. Saker av viktighet og/eller prinsipiell karakter skal avgjøres av departementet. Det vises videre til Kredittilsynets høringsmerknad referert ovenfor om at kravet om at myndigheter innen 60 arbeidsdager skal

sluttbehandling saken ikke vil medføre store endringer i forhold til dagens krav. Departementet finner etter dette ikke grunn til å endre den eksisterende ordningen. Kredittilsynet vil måtte gi sin tilråding til departementet slik at departementet kan overholde fristen.

Det vises til forslaget til finansieringsvirksomhetsloven § 2-3 og § 2-5.

2.5 Egnethetsvurderingen

2.5.1 Gjeldende rett

Ved vurderingen av om tillatelse kan gis, skal det foretas en egnethetsvurdering. Regler om når tillatelse til et erverv kan gis, og om hvilke forhold som skal inngå i egnethetsvurderingen, er gitt i finansieringsvirksomhetsloven § 2-3. Hovedregelen er at tillatelse kan gis dersom «erververen er egnet til å utøve slik innflytelse i finansinstitusjonen som den samlede eierandel beregnet i henhold til § 2-2 vil gi grunnlag for». Loven inneholder i § 2-3 annet ledd en oppregning av en del forhold som det skal legges særlig vekt på ved vurderingen av om tillatelse skal gis:

- om erververen anses egnet som eier ut fra tidligere handlemåte i forretningsforhold, tilgjengelige økonomiske ressurser og hensynet til forsvarlig virksomhet,
- om erververen vil kunne bruke sin innflytelse i foretaket til å oppnå fordeler for egen eller tilknyttet virksomhet, eller indirekte øve innflytelse på annen næringsvirksomhet,
- om ervervet er i samsvar med målsetningen om et finansmarked basert på konkurranse mellom innbyrdes uavhengige foretak, eller vil kunne svekke foretakets uavhengighet i forhold til andre næringslivsinteresser,
- om eierforholdene i institusjonen etter ervervet vil vanskeliggjøre effektivt tilsyn med foretaket.

2.5.2 Banklovkommisjonens forslag

Lovutkastet § 2-4 første ledd angir de sentrale tema som norske myndigheter skal bygge på ved vurderingen av om tillatelse til erverv av kvalifisert eierandel i norsk institusjon skal gis eller ikke. Retningslinjer for forhold som skal tas i betraktning ved vurderingen er angitt i lovutkastet § 2-4 annet ledd.

Etter utkastet § 2-4 første ledd skal et hovedtema ved vurderingen fortsatt være om erververen, hensett til størrelsen av sin eierandel, er egnet som eier ved en vurdering basert på behovet for å sikre forsvarlig og betryggende ledelse av finansin-

stitusjonen og dennes virksomhet. Det er presisert at vurderingen skal foretas på bakgrunn av eierens samlede eierandel etter det påtenkte ervervet.

Det annet hovedtema etter § 2-4 første ledd, er om ervervet av eierandelen er finansielt betryggende i forhold til institusjonens nåværende og fremtidige virksomhet. Virkningen for institusjonens finansielle stilling og soliditet vil her stå sentralt, men det kan også ha betydning for institusjonen om erververen har tilstrekkelig økonomisk styrke sett i forhold til investeringens omfang. Forhold som nevnt i utkastet § 2-4 annet ledd bokstavene a), c) og d) må tas i betraktning i begge relasjoner.

Direktivet gjør ikke endringer i gjeldende regler om eierkontroll ved konsesjonstildelingen. I tidligere EU-regler var egnethetsvurderingene ved henholdsvis konsesjonstildeling og erverv av eierandeler basert på de samme kriterier. I norsk rett var dette gjort ved at konsesjonstildelingsreglene henviste til eierkontrollreglene ved erverv. Endringsbestemmelsene i direktiv 2007/44/EF medfører her et skille. For å markere denne forskjellen har Banklovkommisjonen derfor foreslått mindre justeringer i finansieringsvirksomhetsloven § 3-3, forretningsbankloven og forsikringsvirksomhetsloven.

2.5.3 Høringsinstansenes merknader

Datatilsynet gir i sin høringsuttalelse uttrykk for at det knytter seg særlige personvernproblemstillinger til den foreslåtte § 2-4. *Datatilsynet* uttaler i denne sammenheng følgende:

Personopplysningsloven oppstiller en informasjonsplikt for den behandlingsansvarlige, jf personopplysningslovens § 19 og § 20. Tilfredsstillende informasjon om hvilke opplysninger som behandles er avgjørende for at den enkelte skal settes i stand til å ivareta sine øvrige rettigheter etter loven. I den grad det skal foretas en egnethetsvurdering av en enkeltperson, er det avgjørende at den enkelte har kjennskap til hvilke opplysninger som skal innhentes om vedkommende, hvem som skal ha tilgang til opplysningene og hvor lenge opplysningene skal oppbevares. I tillegg vil den enkelte ha krav på innsyn i opplysningene som er registrert om vedkommende, jf personopplysningslovens § 18.

I så måte anser *Datatilsynet* forslaget for å være for lite konkret. Forutberegnlighet for erverver vil ikke være tilfredsstillende ivaretatt ved en så skjønnsmessig adgang til innhenting av opplysninger. *Datatilsynet* anbefaler at det utarbeides et regelverk som nærmere presiserer hvilke opplysninger som kan hentes inn ved

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandeloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapirirområdet)

en egnethetskontroll av enkeltpersoner, og som samtidig sikrer at tilfredsstillende informasjon blir gitt i forbindelse med informasjonsinnhentingen.

Advokatforeningen stiller spørsmål ved om de mer detaljerte reglene om kravene til egnethet kan tas inn i eierkontrollforskriften.

Kredittilsynet viser til at ettersom direktivet har som formål å stille opp et begrenset sett av klare vurderingskriterier, så antas det å være hensiktsmessig at ordlyden i de nasjonale reglene i dette tilfellet formulerer vurderingskriteriene forholdsvis nær opp til direktivets ordlyd. *Kredittilsynet* uttaler følgende:

Hva gjelder den egnethetsvurdering som skal gjennomføres, fastsetter direktivet fem kriterier som myndighetene skal vurdere ved behandlingen av en melding om erverv. For å sikre en sunn og betryggende forvaltning av institusjonen og under hensyntagen til den påtenkte erververs sannsynlige innflytelse på institusjonen og erververens egnethet og finansielle sunnhet, skal erververen vurderes i forhold til alle de fem kriteriene.

Som det fremgår av utkastet til norsk lovtekst, har Banklovkommisjonen tatt inn syv vurderingskriterier. Det er ikke helt enkelt å sammenligne de to regelsettene, men selv om det norske utkastet på noen områder er mer omfattende, kan det hevdes at de norske kriteriene a), b), c) (første del), f) og g) samsvarer med de fem kriteriene i direktivet.

Kredittilsynet tar utgangspunkt i at direktivet som fullharmoniseringsdirektiv angir de kriteriene som det skal være adgang til å legge vekt på. Det vises til direktivets formålsbetraktning i punkt 3 om at egnethetsvurderingen skal gjennomføres ut fra «a limited set of clear assessment criteria of strictly prudential procedure».

Banklovkommisjonen uttaler at det «er opp til den nasjonale lovgiver å avgjøre hvordan de materielle krav til nasjonal lovgivning som stilles i direktivets bestemmelser, skal gjennomføres i egen lovgivning. Ordlyden i et direktivs bestemmelser er således ikke nødvendigvis bestemmende for hvordan de nasjonale regler formelt utformes». *Kredittilsynet* er enig i dette som generelt prinsipp, men ettersom direktivet har som formål å stille opp et begrenset sett av klare vurderingskriterier, antar *Kredittilsynet* at det er hensiktsmessig at ordlyden i de nasjonale reglene i dette tilfellet formulerer vurderingskriteriene forholdsvis nær opp til direktivets ordlyd. *Kredittilsynet* legger imidlertid til grunn at utkastet til lovtekst ligger innenfor det materielle innholdet i direktivets kriterier.

Det er *Kredittilsynets* vurdering at kriteriene i direktivet vil omfatte de relevante hensyn som tidligere har vært vektlagt ved denne type avgjørelser. Det viser også den felles forståelsen av de fem vurderingskriteriene som er presentert i retningslinjene som er utarbeidet av CEBS, CEIOPS og CESR. *Kredittilsynet* foreslår derfor man, uten å endre meningsinnholdet i bestemmelsene, foretar følgende forenkling av ordlyden i Banklovkommisjonens utkast til § 2-4 andre ledd bokstav a) og b):

- a) erververen alminnelig omdømme, faglige kompetanse, erfaring og tidligere handlemåte i forretningsforhold,
- b) alminnelig omdømme, faglig kompetanse, erfaring og tidligere handlemåte i forretningsforhold, til personer som etter ervervet vil inngå i styret eller ledelsen av institusjonens virksomhet

Etter utkastet § 2-4 andre ledd bokstav c) skal «departementet særlig ta i betraktning (...) om erververen og dennes virksomhet er undergitt finansielt tilsyn». Vurderingstemaet har ikke noen uttrykkelig parallell i direktivet ordlyd. Banklovkommisjonen har vist til forslagens punkt 8 og 9 som begrunnelse for forslaget. Slik *Kredittilsynet* forstår direktivet omhandler punkt 8 anvendelsen av proporsjonalitetsprinsippet, hvor det sies at uregulerte virksomheter bør underkastes en grundigere undersøkelse når det gjelder direktivets to første kriterier, sammenlignet med virksomheter tilsynsmyndighetene kjenner fra før. Av punkt 9 følger det at myndighetenes informasjon bør avpasses ervervets art, særlig med hensyn til om erververen er en ikke-regulert virksomhet eller er etablert i et tredjeland. *Kredittilsynet* antar at i den grad det er aktuelt å legge vekt på om virksomheten er eller ikke er underlagt tilsyn, vil være i de tilfelle det er grunn til å tvile på virksomhetens erfaring, kompetanse eller økonomiske stilling, som er forhold som faller under de øvrige kriterier.

Utkastet § 2-4 annet ledd bokstav e) svarer i stor grad til § 2-3 annet ledd bokstav b) og c) i gjeldende finansieringsvirksomhetslov. Etter forslaget skal departementet kunne legge vekt på om erververen vil kunne bruke den innflytelse eierandelen gir til å oppnå fordeler for egen eller tilknyttet virksomhet, eller indirekte øve innflytelse på annen næringsvirksomhet, samt om ervervet vil kunne føre til at institusjonens uavhengighet i forhold til andre næringslivsinteresser blir svekket.

Kredittilsynet legger til grunn at kravet om rimelig grunn (reasonable grounds) for avslag, innebærer at konsesjonsmyndighetene må kunne vise til konkrete omstendigheter som begrunner avslaget. Forhold som kan

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandeloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapirområdet)

begrunne avslag etter bokstav e), vil etter administrasjonens vurdering rammes allerede av bokstav a) og b). Det vises til at det overordnede formålet med egnethetsvurderingen er å sikre forsvarlig og betryggende ledelse av finansinstitusjonen og dennes virksomhet. Særlig vil det være det alminnelige omdømme og tidligere handlemåte i forretningsforhold som gir grunn til å frykte eksempelvis misbruk av eierinnflytelsen. Det kan derfor vurderes om det er hensiktsmessig å opprettholde bokstav e) som eget kriterium. I stedet kan forholdene tjene som eksempler på omstendigheter som skal tas i betraktning under bokstav a) og b), og omtales i forarbeidene.

Som nevnt finner Kredittilsynet at alle Banklovkommissjonens vurderingskriterier bør ligge til grunn for en samlet egnethetsvurdering og at dette vil være i samsvar med direktivet. Dette vil være tilfelle selv om kriteriene får en utforming som er mer i samsvar med direktivteksten på dette punktet.

Norges Bank gir uttrykk for at vurderingskriteriene i egnethetsvurderingen (§ 2-4 annet ledd) utformes tettere opp mot direktivets ordlyd. *Norges Bank* bemerker i høringsuttalelsen i denne sammenheng følgende:

Etter *Norges Banks* syn bør det være et overordnet siktemål at norsk regelverk utformes tilsvarende det som gjelder i EU-/EØS slik at norsk finansnæring får mest mulig like rammevilkår og konkurranseforhold som sine utenlandske konkurrenter. De norske vurderingskriteriene bør derfor så langt det er mulig følge direktivets bestemmelser.

Formålene bak eierkontrollreglene er nedfelt i dagens lovregler og fremgår nærmere av forarbeidene til loven. Hovedvekten skal legges på vurdering av eiers egnethet og hensynet til å sikre institusjonens uavhengighet i forhold til eiere, andre finansinstitusjoner og annet næringsliv samt hensynet til konkurranse og effektivt tilsyn og skal blant annet bidra til finansiell stabilitet. Etter vår vurdering vil disse formålene også bli godt ivaretatt dersom man velger å utforme de norske vurderingskriteriene tettere opp mot direktivets ordlyd.

Finansnæringens Hovedorganisasjon gir også uttrykk for at utformingen av § 2-4 annet ledd bør bringes tettere opp til ordlyden i direktivet. De viser til at den norske lovteksten er til dels vesentlig mer omfattende enn direktivteksten. I denne sammenheng uttaler de følgende:

FNH tror man bør unngå at en slik forskjell (som primært er redigeringsmessig) påkaller unødvendig internasjonal oppmerksomhet. Vi

har blitt særlig oppmerksomme på denne problemstillingen etter at vi ble kjent med de retningslinjer (guidelines) som er utarbeidet av de europeiske tilsynskomiteene CEBS, CEIOPS og CESR og publisert for kommentarer i juli. Innholdet i dette arbeidet var ikke fremme for Banklovkommissjonen under arbeidet med saken.

I utkastet til guidelines blir hvert enkelt av de fem vurderingskriteriene gjennomgått og kommentert i detalj - ut fra et formål om å sikre en mest mulig koordinert regelforståelse. Dokumentet bygger så vidt vi kan forstå på en forutsetning om at de enkelte land følger direktivteksten svært nøye ved egen lovutforming. Norge har deltatt i dette arbeidet, og har derfor samme oppfordring som de øvrige deltagerlandene til å innpasse seg disse samordningsbestrebelsene.

Finansnæringens Hovedorganisasjon slutter seg til Kredittilsynets forslag til endringer i forslaget til § 2-4 annet ledd.

2.5.4 Departementets vurdering

Gjeldende finansieringsvirksomhetslov § 2-3 annet ledd inneholder en oppregning av forhold som det skal legges særlig vekt på ved vurderingen av om tillatelse skal gis. Departementet legger til grunn at momentene som fremgår av direktivet artikkel 19a(1) ikke kan forstås som en uttømmende oppregning av forhold som er relevante ved vurderingen av om tillatelse skal gis. Generelt må det likevel legges til grunn at formålet med direktivet artikkel 19a(1) er å sette visse grenser for hvilke andre forhold enn de oppregnede momentene som skal kunne tas i betraktning ved vurderingen av om tillatelse skal gis, jf. direktivets formålsparagraf 3. Lovforslaget innebærer derfor at myndighetenes adgang til å utøve skjønn i egnethetsvurderingen innsnevres.

Forslaget til § 2-4 annet ledd dekker de forhold som fremgår av gjeldende finansieringsvirksomhetslov § 2-3 annet ledd bokstav a), b) og d), men bare delvis bokstav c), der det fremgår at myndighetene skal legge vekt på konkurransepolitiske målsetninger og andre markedsforhold. Bakgrunnen er at det antas at bestemmelsen vil kunne reise visse tolkningsproblemer i forhold til forbudet i direktivet artikkel 19a(3), der det heter at myndighetene ikke kan legge vekt på «the economic needs of the market».

Forslaget til § 2-4 annet ledd innebærer videre at listen over momenter som myndighetene særlig skal ta i betraktning utvides i forhold til de momenter som eksplisitt fremgår av gjeldende finan-

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandeloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapirirområdet)

sieringsvirksomhetslov § 2-3 annet ledd. Disse momentene er omdømmet og erfaring til ledelsen av selskapet etter transaksjonen (bokstav b), sannsynlighet for overholdelse av kravene som følger av finanslovgivningen (bokstav e) og risikoen for pengehvitvasking og finansiering av terrorisme (bokstav g).

Som det fremgår av Banklovkomisjonens utkast til lovtekst, har Banklovkomisjonen tatt inn syv vurderingskriterier. Etter departementets syn ligger utkastet fra Banklovkomisjonen materielt sett innenfor innholdet i direktivets kriterier. Dette er det sentrale.

Som det fremgår ovenfor, har flere høringsinstanser gitt uttrykk for at ordlyden i vurderingskriteriene i § 2-4 andre ledd bør legges tettere opp til direktivets ordlyd.

Banklovkomisjonen uttaler på s. 28 i NOUen at det «[...] er opp til den nasjonale lovgiver å avgjøre hvordan de materielle krav til nasjonal lovgivning som stilles i direktivets bestemmelser, skal gjennomføres i egen lovgivning. Ordlyden i et direktivs bestemmelser er således ikke nødvendigvis bestemmende for hvordan de nasjonale regler formelt utformes». Departementet deler i utgangspunktet Banklovkomisjonens syn, men i lys av at direktivet er et fullharmoniseringsdirektiv og direktivets formålsbetraktning i fortalens punkt 3, der det fremgår at egnethetsvurderingen skal gjennomføres ut fra «a limited set of clear assessment criteria of strictly prudential procedure», kan det være hensiktsmessig at ordlyden i de nasjonale reglene legges noe nærmere opp til direktivets ordlyd.

Det vises i denne sammenhengen særlig til at Committee of European Banking Supervisors, Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors og Committee of European Securities Regulators har utarbeidet retningslinjer som gir uttrykk for en felles forståelse av vurderingskriteriene i direktivet. Disse retningslinjene er knyttet tett opp til ordlyden i de fem vurderingskriteriene i direktivet. Det vil kunne lette anvendelsen av disse retningslinjene hvis den norske lovgivningen legges tettere opp til direktivteksten på dette området.

De foreslår på denne bakgrunn at ordlyden i Banklovkomisjonens utkast bokstav a) og b) forenkles i tråd med forslaget til ordlyd i § 2-4 andre ledd bokstav a) og b) i Kredittilsynets høringsmerknad sitert ovenfor i pkt. 2.5.3.

Departementet har vurdert om utkastet § 2-4 andre ledd bokstav c) bør forenkles, ved at man fjerner teksten «samt om erververen og dennes virksomhet er undergitt finansielt tilsyn». Kredittil-

synet har i sin høringsmerknad sitert ovenfor i pkt. 2.5.3 gitt uttrykk for at forholdet er dekket av de øvrige kriteriene som foreslås av Banklovkomisjonen. Departementet foreslår likevel at dette tas med, av hensyn til å sikre at forholdet skal være uttrykkelig dekket.

Etter utkastet til § 2-4 annet ledd bokstav e) (Banklovkomisjonens utkast) skal departementet kunne legge vekt på om erververen vil kunne bruke den innflytelse eierandelen gir til å oppnå fordeler for egen eller tilknyttet virksomhet, eller indirekte øve innflytelse på annen næringsvirksomhet, samt om ervervet vil kunne føre til at institusjonens uavhengighet i forhold til andre næringslivsinteresser blir svekket. Departementet legger, i likhet med Kredittilsynet, til grunn at kravet om rimelig grunn (reasonable grounds) for avslag, innebærer at konsesjonsmyndighetene må kunne vise til konkrete omstendigheter som begrunner avslaget. Det overordnede formålet med egnethetsvurderingen er å sikre forsvarlig og betryggende ledelse av finansinstitusjonen og dennes virksomhet. Særlig vil det være det alminnelige omdømme og tidligere handlemåte i forretningsforhold som gir grunn til å frykte eksempelvis misbruk av eierinnflytelsen. Forhold som kan begrunne avslag etter utkastets bokstav e), vil derfor etter departementets vurdering kunne sies å bli dekket av bokstav a) og b). Samtidig anses det for hensiktsmessig at innholdet i bokstav e) nevnes uttrykkelig. Departementet foreslår på denne bakgrunn at bestemmelsen omredigeres, slik at innholdet i bokstav e) i Banklovkomisjonens utkast blir en ny bokstav c), der det presiseres i § 2-4 annet ledd bokstav c) at ved anvendelsen av bokstav a) og b), skal disse forhold tas i betraktning.

Det presiseres at de nevnte endringene i Banklovkomisjonens forslag er av regelteknisk karakter og ikke tar sikte på materielle endringer av Banklovkomisjonens forslag.

2.6 Konsolidering og sanksjonering

2.6.1 Gjeldende rett

Finansieringsvirksomhetsloven § 2-2 inneholder også regler om konsolidering av eierandel for å sikre reell eierkontroll. I tillegg er det meldeplikt ved avhendelse av en kvalifisert eierandel.

Finansieringsvirksomhetsloven inneholder i tillegg regler om tilbakekall av tillatelse og sanksjoner. De norske reglene om sanksjoner er nå inntatt i finansieringsvirksomhetsloven §§ 2-3 fjerde ledd og 5-2. Av § 2-3 fjerde ledd fremgår at en tillatelse kan kalles tilbake dersom det er grunn til å anta at

innehaveren har utvist slik handlemåte at forutsetningene for tillatelse ikke lenger er til stede. Dessuten følger det av § 5-2 tredje ledd at eierandel som er ervervet i strid med reglene om eierkontroll umiddelbart skal tvangsselges, og at stemmerett knyttet til slike eierandeler ikke kan benyttes. For øvrig vil de generelle reglene i § 5-2 annet ledd om tvangsmulkt også gjelde ved overtredelse av reglene om eierkontroll.

2.6.2 Banklovkommisjonens forslag

Utkastet § 2-6 svarer med enkelte redaksjonelle endringer til finansieringsvirksomhetsloven § 2-6. Bestemmelsen er utformet etter forbilde av verdipapirloven (2007) § 2-5.

Finansieringsvirksomhetsloven § 5-2 tredje ledd inneholder sanksjoner for tilfelle hvor eierandeler er ervervet i strid med reglene om eierkontroll. Banklovkommisjonen foreslår at bestemmelsene om tvangssalg utvides til også å gjelde ved tilbakekall av tillatelse etter utkastet § 2-5 fjerde ledd.

Videre foreslås det et nytt femte ledd som innebærer at departementet kan treffe vedtak om pålegg eller forbud etter reglene i første og annet ledd dersom det er grunn til å anta at en eier av en kvalifisert eierandel i en finansinstitusjon utviser eller vil utvise handlemåte som vil være i strid med forsvarlig og betryggende forvaltning av institusjonen. Bestemmelsen i utkastet § 2-5 fjerde ledd gjennomfører direktivet artikkel 21 (2).

2.6.3 Høringsinstansenes merknader

Ingen av høringsinstansene har hatt merknader til Banklovkommisjonens forslag.

2.6.4 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til Banklovkommisjonens forslag. Det vises til forslaget til § 2-6 (om konsolidering av eierandel) og § 5-2 tredje ledd (om tvangssalg).

3 Eierbegrensning og eierkontroll i infrastrukturforetak på verdipapirområdet (børs m.m.)

3.1 Bakgrunn for lovforslagene

3.1.1 Arbeidsgruppen

Behovet for en evaluering av dagens eierbegrensingsregler er omtalt i Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) i forbindelse med innføring av ny verdipapirhandellov og ny børslov i 2007. Departementet viste til, i forbindelse med sin vurdering av eierkrav i børsforetak under pkt 9.3.5 i proposisjonen, at EFTAs overvåkningsorgan ESA har stilt spørsmål ved om gjeldende norske eierbegrensingsregler er i samsvar med våre EØS-forpliktelser knyttet til fri bevegelighet av kapital mv. Departementet uttalte videre:

«Uavhengig av vår adgang til å opprettholde gjeldende eierbegrensingsregler under læren om allmenne hensyn, kan det etter omstendighetene være naturlig å foreta en nærmere evaluering av gjeldende eierbegrensingsregler for infrastrukturinstitusjoner (dvs. børs, verdipapirregistre og oppgjørssentraler). Dette synes også naturlig i lys av de vesentlige strukturendringer en har sett i det europeiske børsmarkedet de senere år. Etter departementets syn kan en slik evaluering bl.a. omfatte spørsmålet om gjeldende eierbegrensingsregler også i fremtiden vil være det mest egnede virkemiddel til å ivareta de grunnleggende hensyn bak regelverket, eller om for eksempel eierkontrollregler som finnes i finansieringsvirksomhetsloven kan være bedre egnet i så måte. Departementet tar sikte på å oppnevne en arbeidsgruppe e.l. som kan se nærmere på slike spørsmål.»

Etter behandling av lovproposisjonen i Stortinget oppnevnte Finansdepartementet den 28. juni 2007 en arbeidsgruppe som fikk i mandat å foreta en evaluering av reglene om eierskap i infrastrukturforetak på verdipapirområdet. Gruppen ble gitt følgende mandat:

«1. Arbeidsgruppen skal foreta en evaluering av lovreglene i verdipapirhandeloven og verdipapirregisterloven om eierbegrensninger i nor-

ske børser, oppgjørssentraler og verdipapirregistre («eierbegrensingsreglene»).

2. Arbeidsgruppen skal vurdere om eierbegrensingsreglene i noen grad bør endres eller utdypes/nyanseres. Arbeidsgruppen skal i tilfelle foreslå konkrete forslag til slike regler. En vurdering som nevnt skal ta utgangspunkt i at de grunnleggende hensyn bak gjeldende eierbegrensingsregler skal videreføres, herunder hensynet til uavhengige infrastrukturinstitusjoner i finansmarkedet, jf. nærmere omtale i Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) punkt 9.3 (vedlagt). Dersom eierbegrensingsreglene foreslås endret, bes gruppen særskilt vurdere om slike endringer tilsier endringer i virksomhetsreglene mv. for de berørte foretak. Eventuelle endringsforslag skal være i samsvar med våre EØS-forpliktelser.

3. Arbeidsgruppen bes innhente eventuelle synspunkter fra berørte børser, oppgjørssentraler og verdipapirregistre i eget/egne møter.

4. Arbeidsgruppen skal ferdigstille sin rapport innen 14. desember 2007.»

Arbeidsgruppen hadde følgende sammensetning (titler og arbeidsplass angitt på oppnevningstidspunktet):

- Professor dr. juris Filip Truyen, Universitetet i Bergen (leder)
- Avdelingsdirektør Ingebjørg Harto, Næringslivets Hovedorganisasjon
- Adm. dir. Anne Lise Løfsgaard, Finansieringsselskapenes Forening
- Adm. dir. Per Broch Mathisen, Norges Fondsmeglerforbund
- Avdelingsdirektør Tore Mydske, Finansdepartementet
- Seniorrådgiver Gro Opsanger Rebbestad, Kredittilsynet

Arbeidsgruppen avga 14. desember 2007 en utredning til Finansdepartementet trykt som Eierbegrensingsreglene for infrastrukturforetak på verdipapirområdet (børs m.v.), Arbeidsgruppe nedsett av Finansdepartementet den 28. juni 2007.

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandelloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapirområdet)

3.1.2 Høring

Departementet sendte arbeidsgruppens utredning på høring 14. desember 2007 til følgende instanser:

Alle departementene
 Aksjonærforeningen i Norge
 Banklovkommisjonen
 Datatilsynet
 Den Norske Advokatforening
 Den norske Revisorforening
 Det juridiske Fakultet, Universitetet i Bergen
 Det juridiske Fakultet, Universitetet i Oslo
 Det juridiske Fakultet, Universitetet i Tromsø
 Finansforbundet
 Finansieringsselskapenes forening
 Finansnæringens Hovedorganisasjon
 Folketrygdfondet
 Forbrukerombudet
 Forbrukerrådet
 Handelshøyskolen BI
 Imarex Nos ASA
 Konkurransetilsynet
 Kredittilsynet
 Landsorganisasjonen i Norge
 Nord Pool ASA
 Nordic Association of Energy Traders (NAET)
 Nordisk Energimeglerforbund (NEBA)
 Norges Autoriserte Regnskapsføreres Forening
 Norges Bank
 Norges Fondsmeglerforbund
 Norges Handelshøyskole
 Norges Juristforbund
 Norges Rederiforbund
 Norsk Investorforum
 Norsk Kraftforvalterforening
 Norsk Tillitsmann ASA
 Norsk Venture
 Norske Finansanalytikerens Forening
 NOS Clearing ASA
 Næringslivets Hovedorganisasjon
 Oslo Børs
 Regjeringsadvokaten
 Siviløkonomene
 Sparebankforeningen i Norge
 Verdipapirfondenes Forening
 Verdipapirsentralen
 ØKOKRIM

Følgende instanser har kommet med merknader:

Finansnæringens Hovedorganisasjon
 Folketrygdfondet
 Kredittilsynet
 NordPool ASA
 Norges Bank
 Næringslivets Hovedorganisasjon

OMX v/Advokatfirmaet Schjødt DA
 Oslo Børs VPS Holding ASA
 Sparebankforeningen i Norge

Med unntak for Kredittilsynet har samtlige høringsinstanser som har avgitt merknader til høringen stilt seg positive til en endring av dagens eierbegrensingsregler for infrastrukturforetak. Høringsinstansene har imidlertid i likhet med arbeidsgruppen delt seg i synet på hvor langt man bør gå i retning av en oppmykning av dagens regelverk.

Kredittilsynet har ikke eksplisitt gått i mot arbeidsgruppens endringsforslag, men har uttrykt tvil om hvorvidt de hensyn som ligger til grunn for eierbegrensingsreglene for disse foretak fullt ut kan ivaretas ved en oppmykning av eierskapsreglene for børs og verdipapirregister som foreslått av arbeidsgruppen.

3.2 Gjeldende rett

3.2.1 Norsk rett

I vid forstand omfatter infrastrukturen i verdipapirmarkedet enhver institusjon som er involvert i handel med finansielle instrumenter. Dette gjelder handelsaktørene, markedsplasser, betalingskanaler og oppgjørssystemer. Arbeidsgruppens mandat gjelder infrastrukturforetak i en mer snever forstand. Mandatet er avgrenset til infrastrukturforetak som er regulerte markeder, verdipapirregistre og oppgjørssentraler. Deres virksomhet reguleres av lov 5. juli 2002 nr. 64 om registrering av finansielle instrumenter (verdipapirregisterloven), lov 29. juni 2007 nr. 74 om regulerte markeder (børsloven) og lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) kapittel 13.

Eierskapsreglene er noe ulikt utformet for de forskjellige typer av infrastrukturforetak. Dette er i hovedsak et resultat av at de grunnleggende hensyn bak reglene i ulik grad gjør seg gjeldende for de forskjellige foretakstypene. Reguleringen av infrastrukturforetakene er ment å sikre et effektivt, ordnet og sikkert marked for finansielle instrumenter. En ivaretagelse av disse formålene skal bidra til at verdipapirmarkedet kan fungere tilfredsstillende som kapitalkilde for næringsliv og institusjoner. Eierbegrensingsreglene skal bidra til at hensynet til foretakenes nøytralitet, uavhengighet og integritet blir ivarettatt, for dermed å sikre et velfungerende verdipapirmarked. Disse hensynene gjør seg gjeldende i ulik grad for de ulike infrastrukturforetakene, noe som tilsier at

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandeloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapirirområdet)

prøvningsintensiteten av eierskapet i de ulike institusjonene kan være forskjellig. En nærmere redegjørelse for de grunnleggende hensyn bak dagens eierskapsregler gis i kapittel 3.3.2.

3.2.1.1 Regulerte markeder, herunder børs

Regulert marked er hjemlet i børsloven. Formålet med børsloven er «å legge til rette for effektive, velordnede og tillitvekkende markeder for finansielle instrumenter», jf. § 1.

Regulert marked er i børsloven § 3 første ledd definert som «foretak med tillatelse etter § 4 som beslutter opptak til handel av finansielle instrumenter på markedet, og som organiserer eller driver et multilateralt system som legger til rette for regelmessig omsetning av noterte instrumenter i samsvar med lov, forskrift og objektive handelsregler fastsatt av markedet selv.»

Børsloven sonderer mellom regulerte markeder og børs. En børs er et regulert marked med særlig tillatelse til å drive virksomhet som børs. Børser kjennetegnes ved at de er underlagt en noe strengere regulering enn regulerte markeder. Børsloven kapittel 6 setter tilleggskrav for å drive virksomhet som børs.

Regulerte markeder

Børsloven § 17 gir en eierkontrollregel som gjelder for regulerte markeder. Det følger av første ledd at direkte eller indirekte erverv av betydelig eierandel bare kan gjennomføres etter at melding om dette på forhånd er sendt til Kredittilsynet. Betydelig eierandel er definert i annet 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. Likt med vedkommende aksjeeiers egne aksjer regnes i denne sammenheng aksjer som eies av aksjer som nevnt i § 18.»

Dersom en aksjeeier med betydelig eierandel ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretakene, kan Kredittilsynet nekte slikt erverv gjennomført innen tre måneder fra den dag melding om ervervet er mottatt, jf. tredje ledd. Det skal også gis melding til Kredittilsynet ved avhendelse av eierandel som medfører at grensen i § 17 annet ledd passerer, jf. § 17 fjerde ledd.

Konsolideringsbestemmelsen for regulerte markeder i § 18 fastsetter at likt med aksjeeiers egne aksjer regnes i forhold til eierskapsreglene i § 17, aksjer som eies eller overtas av aksjeeierens

nærstående. Hvem som er aksjeeierens nærstående defineres i verdipapirhandeloven § 2-5.

Børs

Børsloven § 35 inneholder særregler om eierbegrensninger for børs. Etter første ledd første punktum kan ingen eie aksjer som representerer mer enn 10 prosent av aksjekapitalen eller stemmene i en børs. Melding til Kredittilsynet etter § 17 er derfor ikke aktuelt. Likt med aksjer regnes erverv av rett til å bli eier av aksjer når dette må anses som et «reelt erverv», jf. første ledd annet punktum. Departementet kan dispensere fra eierbegrensningen i «særlige tilfeller», jf. første ledd tredje punktum.

Etter § 35 annet ledd er eierbegrensningen på 10 prosent ikke til hinder for at en børs eies i sin helhet av et foretak (holdingselskap) med hovedkontor i Norge. Holdingselskapet kan ikke drive annen virksomhet enn å forvalte eierinteressen i datterselskapet (børsen).

Børsloven § 35 tredje ledd inneholder regler om dispensasjon fra eierbegrensningen som følger av første og andre ledd:

«Departementet kan gi tillatelse til at norsk eller utenlandsk børs eller annet foretak kan ha eierandeler svarende til inntil 25 prosent av aksjekapitalen eller stemmene i en børs som ledd i en strategisk samarbeidsavtale mellom foretakene vedrørende børsvirksomheten, når dette er vedtatt av generalforsamlingen i den eide børsen med flertall som for vedtaksendring, så lenge avtalen gjelder.»

Det er et vilkår for dispensasjon etter tredje ledd at ervervet skjer som ledd i en strategisk samarbeidsavtale.

Hvis aksjer i en børs erverves i strid med reglene i børsloven § 35 første til tredje ledd, kan departementet fastsette en frist for å rette forholdet, dvs. selge og/eller søke om dispensasjon, jf. fjerde ledd første punktum. Oversittes fristen kan aksjene tvangsselges etter særskilte regler. En aksjonærs aksjer som overstiger nivået i § 35 første ledd til tredje ledd, mister sine organisatoriske rettigheter knyttet til aksjene, jf. femte ledd. Aksjonæren vil derimot beholde retten til utbytte og fortrinnsrett ved tegning.

Børsloven §§ 36 og 37 regulerer hhv. stemmerettsbegrensninger og konsolidering av eierandeler i børs. Etter førstnevnte bestemmelse kan ingen stemme for mer enn 10 prosent av stemmene i foretaket eller for mer enn 20 prosent av stemmene som er representert på generalforsamlingen. Begrensningen i retten til å stemme på

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandeloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapirirområdet)

generalforsamlingen er sentral for å sikre at ikke én eller flere eiere gis for stor innflytelse der ikke alle aksjonærene er representert.

Konsolideringsbestemmelsen for børser i § 37 fastsetter at likt med aksjeeiers egne aksjer regnes i forhold til eierskapsreglene i § 35 og stemmerettsregelen i § 36, aksjer som eies eller overtas av aksjeeierens nærstående. Hvem som er aksjeeierens nærstående defineres i verdipapirhandeloven § 2-5.

3.2.1.2 Verdipapirregister

Verdipapirregister er regulert i verdipapirregisterloven. Formålet med loven er å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv registrering av finansielle instrumenter og rettigheter i slike instrumenter med de rettsvirkninger som er bestemt i loven, se § 1-1.

Et verdipapirregister må ha konsesjon for registrering av finansielle instrumenter med de rettsvirkninger som omfattes av verdipapirregisterloven, se § 3-1. I henhold til § 2-1 skal aksjer og tegningsrettigheter i norske allmennaksjeselskaper og norske ihendehaverobligasjoner innføres i verdipapirregister.

Eierbegrensningsregler for verdipapirregister følger av verdipapirregisterloven § 5-2. Bestemmelsen er utformet etter samme mønster som børsloven § 35. Det følger av verdipapirregisterloven § 5-2 første ledd at ingen kan eie aksjer som representerer mer enn 10 prosent av aksjekapitalen eller stemmene i et verdipapirregister. Reglene i første ledd gjelder tilsvarende for et holdingselskap, jf. tredje ledd. Departementet kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra regelen og sette vilkår for slikt unntak.

Ingen kan stemme på generalforsamling i et verdipapirregister for mer enn 10 prosent av stemmene i foretaket eller for mer enn 20 prosent av de stemmene som er representert på generalforsamlingen, jf. verdipapirregisterloven § 5-3. Bestemmelsen tilsvarer børsloven § 36.

3.2.1.3 Oppgjørssentraler

Oppgjørssentraler er regulert i verdipapirhandeloven kapittel 13. Oppgjørsvirksomhet er i verdipapirhandeloven § 2-6 definert som «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 som nevnt i § 2-2 og forpliktelser vedrørende lån av finansielle instrumenter». Av § 13-3 første ledd framgår det at «Oppgjørssentral skal organisere oppjøret mellom partene».

De sentrale oppgavene for en oppgjørssentral er å sikre oppfyllelse av en kontrakt ved å tre inn som part eller garantist. Dette gjelder både kontrakter om kjøp og salg av ulike finansielle instrumenter, og avtaler om utlån og innlån av finansielle instrumenter.

Eierbegrensningsreglene for oppgjørssentraler følger av verdipapirhandeloven § 13-1 siste ledd. Ingen kan eie mer enn 20 prosent av aksjekapitalen i en oppgjørssentral. Det er i motsetning til hva som gjelder for børser og verdipapirregister ikke gitt noe eksplisitt unntak for holdingselskaper som eier 100 prosent av aksjekapitalen. Departementet kan imidlertid gjøre unntak fra 20 prosent regelen.

Det følger av § 13-1 fjerde ledd at tillatelse til å drive oppgjørsvirksomhet kan nektes dersom aksjeeier med betydelig eierandel ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket. Ved erverv av betydelig eierandel utøver Kredittilsynet eierkontroll og kan nekte ervervet etter reglene i § 9-10. Med betydelig eierandel menes en 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. 2-4 femte ledd.

For oppgjørssentraler gjelder ingen særskilte regler om stemmerettsbegrensninger.

3.2.2 Svensk, dansk og finsk rett

Eierskapsregelverket i enkelte andre land som det er naturlig at Norge sammenligner seg med er i hovedsak basert på et annet system enn i Norge. Mens det i Norge i utgangpunktet gjelder absolutte begrensninger i adgangen til å erverve eierandeler i børser, verdipapirregistre og oppgjørssentraler, gjelder det i Sverige, Danmark og Finland ingen slike grenser for noen typer infrastrukturforetak på verdipapirirområdet. Reguleringen bygger utelukkende på en eierkontroll der det skal foretas en egnethetsvurdering av den fysiske eller juridiske personen som har tenkt å erverve en kvalifisert eierandel av aksjekapitalen i et infrastrukturforetak. Arbeidsgruppen har i sin rapport redegjort for svensk, dansk og finsk rett på området. På side 25 i utredningen uttaler arbeidsgruppen om svensk rett:

«I Sverige reguleres eierkrav for regulert marked, herunder børs og oppgjørssentral av lag om värdepappersmarknaden (2007:528), som trådte i kraft 1. november 2007. Kapittel 24 omhandler regler om restriksjoner for eierskap. Erverv av aksjer som utgjør en kvalifisert

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandeloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapiriområdet)

eierandel skal på forhånd godkjennes av Finansinspektionen, som skal foreta en egnethetsvurdering av eieren. Det samme gjelder erverv av aksjer som utgjør 20, 30 eller 50 % av kapitalen eller stemmene på generalforsamlingen, og i de tilfellene der foretaket blir et datterselskap. Med kvalifisert eierandel menes direkte eller indirekte eierandel som representerer mer enn 10 % av kapitalen eller stemmene, eller på annen måte muliggjør en vesentlig innflytelse over foretaket. Tillatelse skal gis dersom det er grunn til å anta at erververen ikke kommer til å motvirke at virksomheten drives på en måte som er forenelig med loven og annet relevant regelverk, og ellers er egnet til å utøve sin eierinnflytelse over foretaket. Tillatelse skal ikke gis dersom erververen har gjort seg skyldig i økonomisk kriminalitet eller annen alvorlig kriminalitet. Leder ervervet til «nära förbindelser» mellom foretaket og andre, skal tillatelse bare gis dersom slike forbindelser ikke hindrer effektivt tilsyn av foretaket.

Virksomhet som verdipapirregister reguleres av kontoföringslagen (1479:1998). Det er ett verdipapirregister i Sverige, VPC AB. Fra 1. november 2007 er kapittel 24 i lag om värdepappersmarknaden gitt anvendelse for verdipapirregister.»

I arbeidsgruppens utredning på side 25 heter det om de danske eierskapsreglene at:

«Värdipapirhandeloven af 4 mars 2007 nr. 1074 gir regler om erverv av aksjeposter for regulert marked, herunder børs, oppgjørssentraler og verdipapirsentral som driver registreringsvirksomhet. Det følger av loven § 10 at enhver fysisk eller juridisk person som har tenkt å erverve en kvalifisert andel på 10 % eller mer, på forhånd skal underrette Finanstilsynet, som skal godkjenne ervervet. Det samme gjelder for økning av eierandel som medfører at andelen av selskapskapitalen eller stemmene overstiger en grense på 20, 30 eller 50 %, eller medfører at foretaket blir et datterselskap. Med kvalifisert andel forstås direkte eller indirekte besittelse av minst 10 % av kapitalen eller stemmerettighetene eller en andel, som gir mulighet for å utøve en betydelig innflytelse på ledelsen av den finansielle virksomheten eller den finansielle holdingvirksomheten. Finanstilsynet skal godkjenne ervervet dersom det ikke strider mot hensynet til å sikre en forsvarlig og fornuftig forvaltning av selskapet. Dersom en aksjonær ikke på forhånd underretter Finanstilsynet om ervervet, kan Finanstilsynet oppheve stemmeretten. Eierandelen tildeles igjen full stemmerett, hvis Finanstilsynet senere godkjenner ervervet. Dersom en fysisk eller juridisk person erverver eierandeler som Finans-

tilsynet ikke har godkjent, skal Finanstilsynet oppheve stemmeretten knyttet til disse eierandelene.»

I arbeidsgruppens utredning på side 26 er følgende redegjørelse for eierskapsreglene i Finland slik:

«Virksomhet som regulert markeder, herunder børs reguleres av Värdepappersmarknadslagen (1989/495), som er endret ved lov 2007/923. Det følger av loven § 6 at enhver aksjeeier som direkte eller indirekte erverver en andel som utgjøre minst en tiendedel av aksjekapitalen, eller stemmerett som tilsvarer en tidende del av aksjekapitalen, på forhånd skal underrette Finansinspektionen (RATA). Det samme gjelder for økning av eierandel som medfører at andelen selskapskapitalen eller stemmene overstiger en grense på en femtedel, en tredjedel eller halvpart. Finansinspektionen kan tre måneder etter at de har mottatt meldingen om ervervet nekte dersom det på bakgrunn av eierens egnethet, eller annet er sannsynlig at virksomheten ikke vil drives i tråd med sunne og forsvarlige prinsipper. Helsingforsbørsen har dessuten en 5 % stemmebegrensingsregel nedfelt i sine vedtekter.

Virksomhet som verdipapirregister reguleres blant annet av värdeandelssystemlagen av (826/1991). Det er bare ett verdipapirregister i Finland, APK OY, som også er en oppgjørssentral. For stemmerett og innflytelse er Värdepappersmarklagen gitt anvendelse for verdipapirregister og oppgjørssentral. Det svenske foretaket VPC AB eier 100 % av aksjene i APK OY.»

3.2.3 Eierbegrensingsregler og forholdet til EØS-avtalen

3.2.3.1 Innledning

EØS-avtalen har betydning for hvordan Norge kan utforme eierskapsregler for infrastrukturforetakene. For det første vil de generelle prinsippene i EØS-avtalens hoveddel om blant annet fri kapitalbevegelse og fri etableringsrett sette skranke for utformingen av et norsk eierskapsregelverk. Videre er Norge gjennom EØS-avtalen også forpliktet til å følge EUs sekundærlovgivning som innlemmes i EØS-avtalen. Av særlig relevans i forhold til eierskapsregler for infrastrukturforetak på verdipapiriområdet er Europaparlaments- og rådsdirektiv 2004/39/EF om markedet for finansielle instrumenter (MiFID).

EFTAs Overvåkingsorgan, ESA, har i sin grunngitte uttalelse av 1. juni 2004 fremhevet at de norske eierbegrensingsreglene for infrastrukturforetak på verdipapiriområdet er i strid med EØS-

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandeloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapiriområdet)

avtalens prinsipp om fri kapitalbevegelse. ESA erkjenner at det finnes allmenne hensyn som kan begrunne restriksjoner i prinsippet om fri kapitalbevegelse, men er av den oppfatning at gjeldende norske eierbegrensningsregler går lengre enn det som er nødvendig for å ivareta hensynene bak reglene. Norske myndigheter har hevdet at allmenne hensyn kan begrunne et unntak i samsvar med dagens regelverk, og at bestemmelsene om eierbegrensning er proporsjonale i forhold til de hensyn som reglene er ment å ivareta. Finansdepartementet besvarte ESAs grunngitte uttalelse i brev 1. september 2004.

For vurdering av forholdet mellom EØS-avtalen og foreslåtte endringene i det norske eierskapsregelverket for infrastrukturforetak, vises det til kapittel 3.8.

3.2.3.2 *Prinsippene om fri kapitalbevegelse og fri etableringsrett*

Regelverket

Det følger av EØS-avtalens artikkel 40 at det ikke skal være noen restriksjoner på overføring av kapital innen EØS. Begrepet «kapitalbevegelser» omfatter både overføring av penger og direkte investeringer som nødvendiggjør overføring av penger. En direkte investering vil eksempelvis kunne være kjøp av aksjer i et infrastrukturforetak på verdipapiriområdet. EØS-land kan imidlertid innføre enkelte beskyttelsestiltak som kan medføre begrensninger i kapitalbevegelsene. Selv om slike tiltak vil innebære at de nasjonale reglene kommer i strid med EØS-avtalen artikkel 40, følger det av etablert rettspraksis fra EF-domstolen at regleverket kan godtas dersom nasjonalstaten påviser at dette er relevante hensyn for å ivareta legitime allmenne interesser. Videre må det nasjonale regelverket ikke omfatte mer enn hva som er nødvendig for å fylle ovennevnte allmenne hensyn. Det stilles således et krav til proporsjonalitet.

EØS-avtalen artikkel 31 omhandler den frie etableringsretten. Det sentrale i bestemmelsen er at det ikke skal være noen restriksjoner på etableringsadgangen for personer eller selskaper fra en av EØS-avtalens medlemsstater på en annen av disse staters territorium.

Nærmere om uenigheten mellom ESA og norske myndigheter vedrørende de norske eierbegrensningsreglene

Arbeidsgruppen har i sin utredning redegjort nærmere for den uenighet som foreligger mellom ESA

og norske myndigheter om norske eierbegrensningsregler for infrastrukturforetak på verdipapiriområdet er i strid med EØS-avtalens prinsipp om fri kapitalbevegelse. Arbeidsgruppen gir følgende redegjørelse for ESAs syn:

«ESAs uttalelse av 1. juni 2004

På bakgrunn av forutgående korrespondanse mellom ESA og norske myndigheter, avga ESA en såkalt «reasoned opinion» den 1. juni 2004. ESA mener at ovennevnte eierskaps- og stemmerettsbegrensninger strider mot EØS-avtalen artikkel 40. Reglene medvirker til at investorer fra andre EØS-stater unnlater å investere i foretak med slike begrensninger, selv om eierskapsreglene ikke diskriminerer slike investorer. Herunder er det også sentralt at reglene begrenser muligheten for aktiv eierstyring. Eierskapsbegrensningsreglenes formål er nettopp å hindre at én eier kan utøve bestemmende innflytelse. Dette forsterkes ytterligere av stemmebegrensningsreglene.

ESA har ikke vurdert om dagens regler strider mot prinsippet om etableringsfrihet, jf. EØS-avtalens artikkel 31. Også på dette punkt er imidlertid ESAs begrunnelse knyttet til fri bevegelse av kapital kritisk. ESA påpeker at de norske reglene om eierskapsbegrensninger utgjør et så omfattende inngrep i prinsippet om fri kapitalbevegelse, at spørsmålet om etableringsfrihet ikke kommer på spissen.

Selv om de nasjonale reglene er i strid med EØS-avtalen artikkel 40, følger det av etablert praksis at regleverket kan godtas dersom nasjonalstaten påviser at dette er relevante tiltak for å ivareta legitime allmenne interesser. Videre må det omstridte regelverket ikke omfatte mer enn hva som er nødvendig for å fylle ovennevnte allmenne hensyn. Det stilles således et krav til proporsjonalitet.

På denne bakgrunn drøfter ESA hvilke allmenne interesser som gjør seg gjeldende. Det påpekes at norske myndigheter har fremhevet hensynet til markedets integritet, behovet for et godt fungerende finansmarked samt infrastrukturforetakenes uavhengighet og tillit. I følge norske myndigheter kan slike hensyn ivaretas ved at flere eiere har likeartet innflytelse. Dermed vil eierne fokusere på infrastrukturforetakets virksomhet mer enn på hva som tjener den enkelte eier. Til dette påpeker ESA at ovennevnte hensyn i prinsippet er relevante, men at det kan reises spørsmål om lovfestede eierskaps- og stemmebegrensninger fyller de nødvendige krav til proporsjonalitet. Videre påpeker ESA at norske myndigheter ikke har søkt å nyansere argumentasjonen i relasjon til de ulike infrastrukturforetakenes virksomhet.

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandeloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapirirområdet)

ESA har delt argumentasjonen inn i fire hovedpunkter:

For det første fremheves det at norske myndigheter ikke har underbygget sammenhengen mellom en 10 % eller 20 % eierandel og et mulig misbruk av kontrollen. I utgangspunktet gjelder det et majoritetsprinsipp i slike foretak. I mangel av andre opplysninger antar ESA at aksjonærenes innflytelse må utøves gjennom infrastrukturforetakets generalforsamling og styre. Et eventuelt misbruk vil i så fall være synlig for de øvrige aksjonærer, og i utgangspunktet er det bare en aksjonær som eier flertallet av aksjene som kan utøve bestemmende innflytelse i selskapet.

For det annet påpeker ESA at norske myndigheters frykt for misbruk må ses i lys av de regler som gjelder for denne type institusjoner. Misbruk synes lite praktisk uten at man samtidig kommer i konflikt med virksomhetsreglene, særlig når det gjelder avgjørelser som ikke er skjønnsmessige. De sanksjoner som følger av virksomhetsreglene er mer målrettede i forhold til reglenes formål. Samtidig representerer virksomhetsreglene med tilknyttede sanksjoner et relativt sett begrenset inngrep i prinsippet om fri kapitalbevegelse.

For det tredje påpekes det at er eventuelt misbruk ved utøvelsen av eierrettigheter ofte vil bli fanget opp av Kredittilsynets løpende kontroll. Dette gjelder både kontroll med konsesjonsvilkår og virksomhetskontroll, herunder krav til likebehandling av infrastrukturforetakenes kunder. Dertil kommer at infrastrukturforetakenes administrasjon og selskapsorganer, herunder eventuelle kontrollkomiteer, plikter å følge opp slike forhold. Brudd på virksomhetsregler kan medføre straffansvar for ansatte og tillitsmenn. Videre påpekes det at brukerne av infrastrukturforetakenes tjenester kan rette henvendelser til Kredittilsynet eller departementet. ESA mener det ikke er gitt tilfredsstillende svar på hvorfor et eventuelt misbruk av eierrettigheter ikke kan fanges opp av ovennevnte tiltak.

For det fjerde argumenter ESA med at det ikke er sammenheng mellom en eksakt 10 % eller 20 % eierbegrensning og formålet om å sikre nøytrale infrastrukturforetak. Norske myndigheter har ikke hevdet at overskridelse av slike prosentvise grenser alltid gir bestemmende innflytelse. Dertil påpeker ESA at det synes lite konsekvent at eierbegrensningen settes til 10 % for børser og verdipapirregister, mens grensen for oppgjørssentraler er 20 %. Også dette svekker argumentasjonen om at de angjeldende tiltak fyller kravet til proporsjonalitet.

I tillegg til ovennevnte momenter trekker ESA frem at man i Danmark og Sverige har valgt reguleringsmekanismer som retter seg mot individuelle vurderinger av eiernes egnethet fremfor et generelt forbud. Slike tiltak er mindre inngripende samtidig som man i tilstrekkelig grad ivaretar de hensyn den norske lovgivningen for infrastrukturforetak skal fremme. Dertil påpeker ESA at norske myndigheter ikke har forsøkt å påvise hvorfor de danske og svenske reglene ikke fyller den ønskede funksjon.

ESA stiller seg også kritisk til departementets dispensasjonsadgang. Denne avhjelper ikke inngrepet i prinsippet om fri kapitalbevegelse. Tvert om fremhves det at regelverket ikke gir potensielle investorer indikasjon på hvilke objektive kriterier som er avgjørende for en eventuell dispensasjon. En slik vid og uspesifisert dispensasjonsadgang er et alvorlig hinder for fri kapitalbevegelse.

På bakgrunn av ovennevnte momenter konkluderer ESA med at verdipapirhandeloven 1997 § 6-1, børsloven 2000 § 4-1 og 4-2 samt verdipapirregisterloven § 5-2 og 5-3 om eierskaps- og stemmebegrensninger er i strid med EØS-avtalen artikkel 40 og direktiv 88/361/EØF artikkel 1.»

Arbeidsgruppen gir følgende omtale av Finansdepartementets syn:

«Finansdepartementets svar av 1. september 2004:

I brev av 1. september 2004 har Finansdepartementet imøtegått synspunktene i ESAs «reasoned opinion». Dette må også leses i lys av departementets redegjørelse til ESA i brev datert 17. oktober 2003.

Finansdepartementet konstaterer at ESA anerkjenner de bærende hensyn bak de norske reglene som relevante allmenne hensyn. Spørsmålet er derfor om eierskaps- og stemmetsbegrensningene er egnede tiltak for å ivareta disse hensyn. Videre er spørsmålet om det er proporsjonalitet mellom de begrensninger som følger av slike regler, og de allmenne hensyn reglene skal ivareta.

I forhold til reglenes egenhet fremhever departementet at en grense på 10 % eller 20 % er anerkjent i en rekke direktiver som et uttrykk for betydelig innflytelse («significant influence»). Det samme kommer til uttrykk i International Accounting Standards (IAS). Dertil fremheves det at spørsmålet om en 10 % (eventuelt 20 %) eierandel gir betydelig innflytelse, beror på aksjonærsammenheng og fremmøte på selskapets generalforsamling. I praksis kan således en eierandel på 15 % gi betydelig innflytelse dersom øvrige aksjonærer kun eier 1-2 %.

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandeloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapirirområdet)

Det samme gjelder dersom øvrige store aksjonærer er finansielle investorer som sjelden ønsker å utøve eiermakt. Slik sett kan det oppnås betydelig innflytelse selv med enda lavere eierandel. Dertil kommer betydningen av negativ kontroll. Ofte kan selv en eier med mindre enn 20 % i praksis utøve negativ kontroll. Det kreves i utgangspunktet tilslutning fra 2/3 av deltakeren på generalforsamlingen for å endre foretakets vedtekter.

På denne bakgrunn fremhever Finansdepartementet at selv om det ikke er mulig å sette en eksakt prosentvis grense på hvor stor eierandel som gir betydelig innflytelse, vil 20 % både etter norsk rett og EØS-rett normalt gi slik innflytelse.

Eierskapsbegrensningene for *børser* og *verdipapirregister* er derfor satt til 10 %. Dette vil motvirke enhver mistanke om at tilbyderne av slik finansiell infrastruktur ikke opptrer nøytralt og uavhengig. Dette er særlig viktig i et lite finansmarked som det norske. Klare prosentvise eierskaps- og stemmebegrensninger gir forutsigbarhet for både markedet og eierne.

Dertil kommer ønsket om at eierne primært skal ha fokus på hva som tjener infrastrukturforetaket og markedet. En aksjonær med betydelig innflytelse vil kunne påvirke valg av styremedlemmer. Styret i et børselskap er ansvarlig for børsnotering, stryking og suspensjon. Videre får styret innsikt i de selskaper som børsnoteres. Slik innsikt kan omfatte sensitive opplysninger. Av den grunn er det særlig viktig at styremedlemmer i infrastrukturforetak ikke kan mistenkes for å være under betydelig innflytelse av eiere som er konkurrenter til infrastruktur tjenestens brukere. Selv en mulighet for ubegrunnet mistanke kan være egnet til å skade det norske finansmarkedet.

Kravet til uavhengighet underbygges videre av at børs og verdipapirregister i noen grad utøver offentlig myndighet. Dette omfatter også diskresjonær skjønnsutøvelse. I en slik sammenheng er det særlig viktig for tilliten til markedet at det ikke finnes grunn til å mistenke at infrastrukturforetakets beslutninger er påvirket av et ønske om å favorisere foretakets eiere.

I forhold til *oppgjørssentraler* fremhever Finansdepartementet at dette er sentrale aktører for derivatmarkedet, og dermed for tilliten til finansmarkedet i sin helhet. Oppgjørssentralens funksjon er ikke alene av mekanisk karakter. Tvert om er det like viktig her som for øvrige infrastrukturforetak at markedet har tillit til at eierne ikke kan utøve innflytelse som gir dem fordeler på bekostning av øvrige brukere.

Når det gjelder departementets dispensasjonsadgang, fremheves det at denne er en sik-

kerhetsventil forbeholdt ekstraordinære tilfeller. De to dispensasjoner som er gitt har vært tidsbegrenset og gjelder situasjoner som har oppstått i tilknytning til infrastrukturforetakets etablering.

En ordning med individuell prøving av eiernes egnethet vil ikke i tilstrekkelig grad kunne fange opp de forhold eier- og stemmebegrensningene skal ivareta. Heller ikke den løpende administrative kontrollen med infrastrukturforetakene og deres virksomhet kan fylle et slikt formål. Administrative inngrep vil ofte komme i etterkant, hvilket kan være for sent i forhold til aktørenes tillit til markedet. Dertil kommer at det vanligvis vil være en betydelig inngrepsterkel for myndighetenes sanksjoner. Det vil også gjelde strenge beviskrav. Slik sett er ikke myndighetenes kontroll og sanksjoner egnet til å motvirke enhver mistanke om misbruk av eierskapet.

På bakgrunn av ovennevnte konkluderes det med at norske myndigheter ikke anser det angjeldende regleverket for å være i strid med EØS-avtalen.»

ESA har ikke lukket saken og kan derfor velge å bringe saken inn for EFTA domstolen for endelig avklaring.

3.2.3.3 EUs sekundærlovgivning

Gjennom innlemmelse av EØS-relevante rettsakter i EØS-avtalen, er Norge forpliktet til å gjennomføre rettsakter som regulerer generelle krav til eierskap og kontroll, informasjonsplikt mv. i finansinstitusjoner og foretak som driver virksomhet innenfor verdipapirirområdet. Sentralt står direktiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter (MiFID) som i artikkel 38 gir regler om eierskap i regulerte markeder. Direktivet inneholder ikke tilsvarende regler om eierbegrensninger i verdipapirregister eller oppgjørssentraler. Det finnes heller ingen annen sekundærlovgivning som regulerer eierbegrensning i slike infrastrukturforetak. Før MiFID har det først og fremst vært virksomheten til infrastrukturforetak som har vært regulert, ikke eierskap eller organisatoriske rettigheter.

Arbeidsgruppen har i sin utredning på side 31 gitt følgende redegjørelse for bestemmelsen i MiFID artikkel 38:

«For regulerte markeder er eierskapet regulert av MiFID artikkel 38. Bestemmelsen gjelder blant annet prøving av egnethet for personer som kan utøve en betydelig innflytelse. I dansk versjon lyder MiFID artikkel 38 som følger:

«*Krav til personer, der udøver betydelig indflydelse på forvaltningen af det regulerede marked*

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandeloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapirområdet)

1. Medlemsstaterne kræver, at personer, der er i en position, hvor de direkte eller indirekte kan udøve betydelig indflydelse på forvaltningen af det regulerede marked, er hæderlige og egnede.

2. Medlemsstaterne stiller krav om, at operatøren af det regulerede marked

a) giver den kompetente myndighed og offentligheden oplysninger om det regulerede markeds og/eller markedsoperatørens eierskab og især om, hvem der eventuelt er i en position, hvor de kan udøve betydelig indflydelse på ledelsen af det regulerede marked, og størrelsen af deres interesser

b) underretter den kompetente myndighed og offentligheden om eventuelle eierskift, hvorved identiteten af de personer, der faktisk udøver betydelig indflydelse på driften af det regulerede marked, ændres.

3. Den kompetente myndighed nægter at godkende foreslåede ændringer af det regulerede markeds og/eller markedsoperatørens kontrollerende interesser, hvis der er objektive og påviselige grunde til at formode, at disse ændringer ville true den sunde og forsigtige forvaltning af det regulerede marked.»

Det stilles altså to krav til personer med betydelig innflytelse. Disse skal være hederlige og egnede. Egnethetskravet konsumerer i utgangspunktet hederlighetskravet. En uheldig person er ikke egnet.

Artikkel 38 nr. 2 stiller videre krav om at meldeplikt inntreder ved eierskifte som innebærer at en aktør kan utøve betydelig innflytelse. Meldeplikten gjelder også overdragelser som innebærer endring av eiers identitet. Derimot stilles det ikke krav om ytterligere melding der hvor personer med betydelig innflytelse øker eierandelen. På dette punkt er detaljnivået i reguleringen vesentlig mindre enn hva som gjelder verdipapirforetak, se MiFID artikkel 10 nr. 3.

Meldeplikten gjelder «operatøren af det regulerede marked». Tilsvarende gjelder imidlertid også eierskapet til selve markedsplassen i den grad det ikke sondres mellom operatør og regulert marked i nasjonal rett, se NOU 2006: 3 s. 126. Meldeplikten innebærer både et krav til offentliggjøring og et krav om at informasjonen skal formidles tilsynsmyndigheten. Meldingen skal omfatte de aktuelle personers identitet og eierskapets omfang.

Der hvor den nye eieren erverver en «kontrollerende interesse», skjerpes kravene til eierskap, se artikkel 38 nr. 3. I slike tilfeller må det foreligge «objektive og påviselige» grunner til å anta at eierskiftet ikke vil true en «sund og forsiktig» styring av det regulerte markedet. På dette punkt stilles det strengere krav til eierskapsendringer enn hva som f. eks. gjelder for

endringer i ledelsen for et regulert marked. Etter MiFID artikkel 37 nr. 1 annet ledd skal myndighetene nekte å godkjenne endringer i ledelsen der hvor denne utgjør en «væsentlig trussel» mot «sund og forsiktig» forvaltning.»

3.3 Generelt om behovet for eierbegrensningsregler

3.3.1 Innledning

Eierbegrensningsreglene utgjør i kombinasjon med reglene om stemmebegrensning og konsolidering en effektiv mekanisme for å sikre et spredt eierskap i infrastrukturforetakene. Det antas at et spredt eierskap er en sentral forutsetning for infrastrukturforetakenes uavhengighet, nøytralitet og integritet. Eierspredning hindrer at man får en dominerende eier som kan ta utenforliggende hensyn til skade for infrastrukturforetaket og det norske verdipapirmarkedets anseelse.

Norske eierskapsregler for regulerte markeder, verdipapirregistre og oppgjørssentraler ble innført henholdsvis 31. mars 2001, 1. januar 2003 og 1. desember 1997. I løpet av årene fram til i dag har det imidlertid skjedd vesentlige endringer i Norge og internasjonalt av betydning for infrastrukturforetakene og for verdipapirmarkedet generelt som kan begrunne en endring av gjeldende regler:

Den 26. juni 2007 ble både ny børslov og ny verdipapirhandellov vedtatt. Flere høringsinstanser ga uttrykk for et ønske om å endre eller fjerne dagens eierbegrensningsregler. Departementet foreslo likevel å videreføre daværende regler, men varslet samtidig at dette ville bli undergitt nærmere utredning, se Ot. prp. nr. 34 (2006 – 2007) s. 201. En evaluering av reglene for eierbegrensning kan ses på som en naturlig forlengelse av arbeidet med ny børslov og ny verdipapirhandellov.

Som det fremgår ovenfor i kapittel 3.2.3.2 har ESA i en grunnlagt uttalelse datert 1. juni 2004 anført at de norske lovbestemte begrensningene av eierskap og stemmerett i infrastrukturforetak er i strid med prinsippet om fri kapitalbevegelse, jf. EØS-avtalens artikkel 40. Dette er imøtegått av norske myndigheter ved Finansdepartementets svarbrev til ESA av 1. september 2004. Finansdepartementet er fremdeles av den oppfatning at gjeldende norske eierbegrensningsregler kan opprettholdes under læren om allmenne hensyn, siden reglene på en egnet og proporsjonal måte ivaretar hensynet til et velfungerende finansmarked, herunder behovet for uavhengige infrastrukturforetak i finansmarkedet. Uenigheten med ESA når det

gjelder adgangen til å opprettholde de norske eierbegrensningsreglene er imidlertid etter departementets oppfatning med på å aktualisere en grundig evaluering av gjeldende regelverk.

Utviklingen i finansmarkedene nasjonalt og internasjonalt skjer på flere plan. Både teknologiske, strukturelle og regelverksmessige utviklingstrekk de senere årene er av betydning for norske infrastrukturforetak. Utviklingen har gått i retning av stadig større grad av økt konkurranse mellom infrastrukturforetak på tvers av nasjonale grenser. For at norske foretak skal kunne forbli konkurransedyktige i forhold til utenlandske virksomheter, vil det derfor kunne være helt avgjørende at det norske regelverket, herunder eierskapsreglene, er avpasset den situasjonen som infrastrukturforetakene befinner seg i. Samtidig som det går i retning av stadig økt konkurranse på tvers av landegrensene, medfører utviklingen større utfordringer med hensyn til konkurransemessig utvikling nasjonalt.

Som nevnt over har dagens regelverk om eierbegrensninger i infrastrukturforetak fungert i flere år. Dette i seg selv kan etter departementets mening berette en fornyet vurdering av regelverkets funksjon. Eierbegrensningsreglene bør i likhet med alt annet regelverk tilpasses sitt virkeområde og sin tid slik at det verken overoppyller eller ikke oppfyller gjeldende behov. I denne forbindelse kan departementet slutte seg til arbeidsgruppen når den påpeker behovet for å vurdere eierbegrensningsreglene i et videre perspektiv. Det uttales om dette på side 39 i utredningen at:

«(...) Hensynet til uavhengighet, nøytralitet og integritet skal medvirke til å fylle finansmarkedslovgivningens overordnede formål. Lovgivningen skal bidra til å legge til rette for risikokapital til næringslivet, allokere sparekapital til verdipapirmarkedet og bidra til oppbygging av en kompetent finansnæring, se kapittel 6.2.1.1. Eierbegrensningsreglene bør endres dersom andre former for eierkontroll i større grad kan fremme nevnte formål, herunder hensynet til infrastrukturforetakenes nøytralitet og integritet.»

Etter departementets vurdering er det blant annet i lys av de nevnte forhold naturlig å vurdere om det bør foretas endringer i gjeldende eierbegrensningsregler. Dersom en oppmykning av eierbegrensningsreglene for infrastrukturforetakene fortsatt kan ivareta de grunnleggende hensyn som dagens regelverk er ment å ivareta, er det departementets oppfatning at dette bør gjøres.

Dette nødvendiggjør en nærmere drøftelse av hvilke hensyn reglene om eierbegrensning i infra-

strukturforetak bør ivareta, se nedenfor under kapittel 3.3.2. Det er videre av betydning å se på hvilke faktorer som er sentrale for et velfungerende finansmarked, og avveie disse opp mot de bakenforliggende hensyn. Dette vil det bli redegjort for under kapittel 3.3.3. De bakenforliggende hensyn og de faktorene som er sentrale for et velfungerende finansmarked vil med ulik styrke gjøre seg gjeldende for de forskjellige typer infrastrukturforetak. En nærmere avveining av disse hensyner og faktorenes vekt i forhold til de ulike typer infrastrukturforetak, vil bli redegjort for i tilknytning til de separate drøftelsene av de ulike typer infrastrukturforetak, se kapitlene 3.4, 3.5, 3.6 og 3.7.

3.3.2 Grunnleggende hensyn bak reglene om eierbegrensning i infrastrukturforetak på verdipapirområdet

3.3.2.1 Innledning

Gjeldende eierbegrensningsregler for regulerte markeder, verdipapirregistre og oppgjørssentraler er drøftet og utformet på noen ulike tidspunkter, men kom alle inn i lovverket omkring årtusensskiftet.

Eierbegrensningsreglene for regulerte markeder, herunder for børser ble tatt inn i børsloven av 2000 etter forslag fra Børsrettsutvalget i NOU 1999:3 Organisering av børsvirksomhet m.m. Finansdepartementet fulgte opp forslaget i Ot.prp. nr. 73 (1999-2000) Om lov om børsvirksomhet m.m. Forut for børsloven av 2000 var det et krav om at en børs skulle være selveiende. Selveiende organisasjoner kjennetegnes blant annet ved at de er organisert som stiftelser hvor det ikke kan utøves alminnelige eierinteresser i kapitalen. Av denne grunn var det før dette tidspunkt ikke aktuelt med eierskapsregler for slike foretak.

Eierbegrensningsreglene for verdipapirregistre ble tatt inn i verdipapirregisterloven etter forslag fra verdipapirregisterutvalget i NOU 2000:10 Lov om registrering av finansielle instrumenter og som Finansdepartementet sluttet seg til i Ot.prp. nr. 39 (2001-2002) Om lov om registrering av finansielle instrumenter. Forut for dette tidspunkt var det et krav om at slik virksomhet skulle organiseres som en selveiende stiftelse, og eierskapsregler var derfor heller ikke aktuelt for slike foretak.

Eierbegrensningsreglene for oppgjørssentraler ble tatt inn i verdipapirhandeloven 1997 etter Finanskomiteens forslag i Innst. O. nr. 83 (1996-1997). I Finansdepartementets forslag i Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) Om lov om verdipapirhandel, var det ikke lagt opp til eierbegrensningsregler for

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandeloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapirirområdet)

oppgjørssentraler, men at det burde etableres regler om eierkontroll for slike foretak. I NOU 1996:2 Verdipapirhandel, var utvalget av den oppfatning at det verken var behov for regler om eierbegrensning eller eierkontroll i slike foretak.

Til tross for at eierbegrensningsreglene ble innført på ulike tidspunkter, og at bestemmelsene er noe ulikt utformet for de forskjellige infrastrukturforetakene, er de bakenforliggende hensyn de samme. Eierbegrensningsreglene skal bidra til å ivareta de generelle formålsbestemmelsene for verdipapirhandeloven, børsloven og verdipapirregisterloven som er å fremme effektive, velordnede og tillitvekkende markeder for finansielle instrumenter. Mer konkret skal eier- og stemmerettsbegrensningsreglene sikre infrastrukturforetakenes uavhengighet, nøytralitet og integritet i markedet. Spredning av eierskap og stemmerett bidrar til at eierne kan utøve gjensidig kontroll med hverandre. Videre er det et sentralt poeng at spredt eierskap skal forebygges interessekonflikter. Eierspredning hindrer at enkeltstående markedsaktører kan misbruke sin eventuelle dominerende eierposisjon for å fremme egne særinteresser gjennom infrastrukturforetakets virksomhet. Dertil kommer at regelverket motvirker krysseierskap. Krysseie kan gjøre det vanskelig å utøve nødvendig offentlig tilsyn.

3.3.2.2 Arbeidsgruppens vurderinger

Arbeidsgruppen er av den oppfatning at de klassiske hensynene bak eierbegrensningsreglene fortsatt har gyldighet, og at disse må søkes ivare tatt ved vurderingen av endrede regler på området. Arbeidsgruppen peker på at den i sin utredning begrenser seg til en ren beskrivelse av de bakenforliggende hensyn som dagens regleverk bygger på. Arbeidsgruppen foretar ingen hensiktsmessighetsvurdering av de enkelte hensynene.

Om hensynene bak eierbegrensningsreglene for børsforetak uttaler arbeidsgruppen i sin utredning på side 35:

«De grunnleggende hensyn er drøftet i alle faser av forarbeidene til børsloven 2000 § 4-1. Utgangspunktet for drøftelsen er de overordnede hensyn for regulering av børsvirksomhet. En markeds plass for verdipapirer skal bidra til å skaffe risikokapital til norsk næringsliv, allokere sparekapital til verdipapirmarkedet og bidra til oppbygging av en kompetent norsk finansnæring. For å realisere disse målsetningene må regelverket bidra til at de norske markeds plassene er konkurransedyktige. Her står børsens tillit sentralt. Videre må det legges til rette for en effektiv og funksjonell drift. Disse

hensyn må ses i lys av at en verdipapirbørs i Norge i praksis vil ha monopol. En godt fungerende børs er derfor sentral for infrastrukturen i verdipapirmarkedet. Den er av stor betydning for hvordan hele det norske verdipapirmarkedet virker.

For eierbegrensningsreglene er det særlig ønsket om en tillitskapende markeds plass som er fremhevet. Dette er en avgjørende konkurranseparameter. Brukerne vil foretrekke en konkurrerende børs dersom de norske reglene ikke ivaretar dette behovet. For at markeds plassens skal oppnå tillit, må den fremstå med integritet; den må være nøytral og uavhengig av press fra eiernes og andres særinteresser. Aktørene må være sikret forutberegnelighet og stabilitet, og må beskyttes mot forskjellsbehandling.

Vernet mot forskjellsbehandling ivaretas primært gjennom regulering av forholdet mellom markeds plassens aktører og mellom markeds plassens og dens brukere. Også eierbegrensningsreglene kan imidlertid være et redskap for å fremme tilliten til markeds plassens. I forarbeidene til børsloven 2000 er det påpekt at institusjoner i det norske finansmarkedet tradisjonelt har vært er underlagt eierbegrensninger. Eierbegrensningene skal sikre spredt eierstruktur. Spredt eierstruktur bidrar til å forhindre maktkonsentrasjon. Tankegangen er at fravær av maktkonsentrasjon på eiersiden, gir markeds plassens større integritet. Ved at ingen eiere er for sterkt dominerende, forebygger man at eierne tar sidehensyn ved driften av markeds plassens. Videre reduserer man risikoen for at det oppstår mistanke om særbehandling av eier i egenskap av kunde eller bruker av børsen. Forarbeidene til børsloven 2000 bygger på en forutsetning om at flere eiere vil rette fokus mot det som er best for markeds plassens. Ideelt sett er dette den eneste fellesinteressen for eierne.»

Arbeidsgruppen redegjør videre for de hensyn som ligger til grunn for eierbegrensningsreglene for verdipapirregistre. På side 38 i arbeidsgruppens utredning uttales:

«I forarbeidene til verdipapirregisterloven § 5-2 er eierbegrensningsreglene primært begrunnet med markeds aktørens tillit til verdipapirregisteret. På samme måte som eierbegrensningsreglene i børsloven 2000 § 4-1, er det lagt vekt på å forbygge mot at eiernes særinteresser kan påvirke virksomheten. Et verdipapirregister er sentralt i infrastrukturen for verdipapirhandel. Tilliten til det norske verdipapirmarkedet er avhengig av at infrastrukturforetakene har høy integritet. Eierbegrensningsregler medvirker til å motvirke interessekonflikter.

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandeloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapirområdet)

Derimot nedtoner forarbeidene det mer overordnede ønsket om å motvirke maktkonsentrasjon i institusjoner som har vesentlig samfunnsmessig betydning. Det samme gjelder ønsket om å sikre en hensiktsmessig konkurransestruktur. Eierbegrensningsreglene i verdipapirregisterloven har kun til formål å forebygge mot slik maktkonsentrasjon som kan være egnet til å svekke tilliten til registerets nøytralitet.

I forarbeidene er det også drøftet om det er et tungtveiende hensyn i seg selv å ha likeartede eierskapsregler i børsloven 2000 og verdipapirregisterloven. Dette hensynet ble ikke tillagt avgjørende vekt under henvisning til at virksomheten er ganske ulik. Imidlertid er konsistens i regelverket trukket frem som et argument ved drøftelsen av nivået for en eierbegrensning.»

Arbeidsgruppen redegjør endelig for de hensyn som ligger til grunn for eierbegrensningsreglene for oppgjørssentraler. Om dette uttales på side 38 i utredningen:

«Dagens regler i verdipapirhandeloven § 13-1 siste ledd er en videreføring av verdipapirhandeloven 1997 § 6-1 siste ledd. I forarbeidene til 2007-loven drøfter man ikke de grunnleggende hensyn bak eierskapsbegrensninger. Det samme gjelder kravet om egnethet for eier med betydelig eierandel. Også disse reglene er videreført fra verdipapirhandeloven 1997 § 6-1 fjerde ledd til verdipapirhandeloven § 13-1 fjerde ledd uten nærmere drøftelser i forarbeidene.

Også i forarbeidene til verdipapirhandeloven 1997 er begrunnelsen for eierbegrensningsreglene knapp. Det er ingen bred drøftelse av hvilke hovedhensyn reglene bygger på. Verken lovutvalget eller departementet gikk inn for eierbegrensninger for oppgjørssentraler. Man fremhevet at regleverket burde åpne for at verdipapirforetak, børsen, industriforetak eller andre kan eie oppgjørssentraler. Man ønsket ikke fokus på hvem som eier oppgjørssentralen, men på hvordan den drives. Departementet anså regler om eierkontroll (egnethet) som tilstrekkelige til å ivareta slike hensyn. Finanskomiteens flertall kom imidlertid til en annen konklusjon. Komiteen fremhevet ønsket om å motvirke at en oppgjørssentral har én dominerende eier, se Innst. O. nr. 83 (1996–1997) s. 51–52. Det ble derfor innført eierbegrensningsregler med et tak på 20 %. For eierskap mellom grensen for «betydelig eierandel» (10 %) og eierbegrensningen på 20 % beholdt man i tillegg departementets forslag til egnethetsprøving. For øvrig redegjøres det i liten

grad for eierbegrensningsreglenes begrunnelse.»

3.3.2.3 Høringsinstansenes merknader

Høringsinstansene er i hovedsak samstemte i hva som er de bærende hensyn bak gjeldende regler om eierbegrensninger i infrastrukturforetak, og de slutter seg på dette punkt til arbeidsgruppens fremstilling av disse. Høringsinstansene legger til grunn at hensynene bak reglene fremdeles har sin gyldighet og at disse dermed også bør legges til grunn ved vurderingen av nye eller endrede regler på området. Høringsinstansene har imidlertid et noe ulikt syn på hvilken vekt de ulike hensynene skal ha. Det er i høringsrunden tatt til orde for at også enkelte andre viktige hensyn enn de som er behandlet av arbeidsgruppen bør ivaretas ved vurderingen av endringer i eierbegrensningsreglene.

Kredittilsynet og Folketrygdfondet mener at det er viktig å legge vekt på de hensynene som arbeidsgruppen viser til, blant annet behovet for uavhengighet, nøytralitet og integritet. Det vises også til de grunnleggende hensynene om effektive, velorganiserte og tillitvekkende markeder for finansielle instrumenter, og at eierskapsreglenes formål og funksjon må ses i sammenheng med disse. Kredittilsynet uttaler at:

«Eierbegrensningene i infrastrukturforetak på verdipapirområdet skal fremme de grunnleggende hensyn til effektive, velordnede og tillitvekkende markeder for finansielle instrumenter. Konkret bygger eier- og stemmerettsbegrensningsreglene på behovet for å sikre infrastrukturforetakenes uavhengighet, nøytralitet og integritet. Dette er særlig viktig for infrastrukturforetak som har en helt spesiell rolle i verdipapirmarkedet slik som den norske verdipapirbørsen og verdipapirregisteret. Eierbegrensningene sikrer spredt eierstruktur, og kan derigjennom forhindre maktkonsentrasjon. Fravær av maktkonsentrasjon antas generelt å gi markedsplassen større integritet.

At foretaket har nødvendig uavhengighet, nøytralitet og integritet er også en særlig viktig forutsetning for de infrastrukturforetak som er tillagt offentlig forvaltningsoppgaver, eller har en funksjon som innebærer at det etableres rettigheter eller plikter for private parter, slik som føring av verdipapirregister. Spredning av eierskap bidrar til at eierne kan utøve gjensidig kontroll. Eierspredning hindrer dessuten at enkeltstående markedsaktører tar utenforliggende hensyn eller fremmer egne særinteresser gjennom infrastrukturforetakets virksomhet.»

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandeloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapirirområdet)

Oslo børs og OMX slutter seg også til de hensyn som arbeidsgruppen har trukket frem. Oslo Børs understreker særlig at å bevare uavhengighet, nøytralitet og integritet for deres virksomheter er av den største viktighet. Oslo Børs peker også på andre hensyn som eierbegrensningsreglene bør ivareta. Det vises til at sikkerhet og pålitelighet for registrerte verdier bør være overordnede hensyn ved vurderingen av eierbegrensningsregler for verdipapirregister og oppgjørssentraler. Oslo børs uttaler om dette:

«Organiseringen av infrastrukturen for verdipapirmarkedet skal sikre at det etableres effektive og velordnede institusjoner som samtidig er uavhengige av og nøytrale i forhold til aktørene i dette markedet. Dette er framhevet i utredningen (s. 11 og 35 flg.). Vi vil tilføye sikkerhet og pålitelighet for registrerte verdier som et overordnet hensyn ved drift av rettighetsregistre og oppgjørssystemer. Dette er formål som favner vidt, og er etter sitt vesen forskjellig fra vanlig næringsvirksomhet i snever forstand.»

OMX viser også til hensyn som etter deres oppfatning er viktige og som må avveies i vurderingen av eierskapsreglene i børslovgivningen. Blant disse nevnes ønske om eierspredning, behovet for myndighetskontroll med viktige samfunnsinstitusjoner, viktigheten av å sikre norsk næringsliv tilstrekkelig kapital på gunstigst mulig vilkår og ønsket om å opprettholde en attraktiv, kostnadseffektiv og rasjonell markedsplass.

Norges Bank synes også å slutte seg til de overordnede hensyn som arbeidsgruppen har fremført. Det understrekes imidlertid i høringsuttalelsen at hensynene kan gjøre seg ulikt gjeldende i forhold til de ulike typer infrastrukturforetak. I denne sammenheng uttales det at:

«Norges Bank vil framheve at behovet for å sikre nøytralitet i og tillit til verdipapirregister gjennom preseptoriske regler er svært mye større enn for markedsplasser (uansett hvilken form de er gitt) og oppgjørssentraler (uansett hva de gjør opp).»

Finansnærings Hovedorganisasjon, Norges Hovedorganisasjon, Sparebankforeningen og Nord Pool synes heller ikke å ha innvendinger til de hensyn som arbeidsgruppen fremhever. Nord Pool understreker viktigheten av å ikke pålegge strengere restriksjoner på eierrettighetene enn hva som er nødvendig for å ivareta lovgivningens overordnede formål. Sparebankforeningen, Finansnærings Hovedorganisasjon og Næringslivets Hovedorganisasjon viser alle til at det er viktig å sikre

infrastrukturforetakenes uavhengighet, nøytralitet og integritet.

3.3.2.4 Departementets vurderinger

Departementet vil innledningsvis understreke viktigheten av godt fungerende infrastrukturforetak i verdipapirmarkedet og dermed også i samfunnsøkonomien som sådan.

Verdipapirmarkedets hovedoppgave er å formidle kreditt og egenkapital. Dette bidrar til kapitaloppbygging i samfunnet, og til at kapitalen kanaliseres der den kaster mest av seg. Et effektivt verdipapirmarked bidrar til økt effektivitet i fordelingen av samfunnets ressurser. Verdipapirmarkedet kan bare virke etter sin hensikt hvis deltakerne har tillit til måten det fungerer på. Dette har betydning i flere retninger. For det første er det viktig med generelle handelsregler som skaper tillit til prisfastsettelsen i markedet og hensiktsmessige virksomhetsregler som sørger for at interessene til verdipapirforetakenes kunder ivaretas på en betryggende måte. Det er videre viktig med hensiktsmessige regler om organisering av markedsplasser for finansielle instrumenter (dvs. børser og regulerte markeder). Eierbegrensningsreglene er her sentrale. Disse skal sikre markedsplassens nøytralitet, uavhengighet og integritet gjennom et spredt eierskap, og dermed forhindre maktkonsentrasjon i institusjoner som har en stor samfunnsmessig betydning. Videre er det av sentral betydning for et velfungerende verdipapirmarked at investorene faktisk får levert, og har tillit til at de får levert, de finansielle instrumentene som er ervervet på markedsplassen, og at andre ikke kan kreve rett til de samme instrumentene i ettertid. Regler om eierbegrensning for verdipapirregistre sikrer også markedsaktørenes tillit til slike foretak, på samme måte som for regulerte markeder. Oppgjørssentralenes sentrale oppgaver er å sikre oppfylleles ved å tre inn i som part eller garantist for de aktuelle avtalene. Dette gjelder både avtaler om kjøp og salg av finansielle instrumenter, og avtaler om utlån og innlån av finansielle instrumenter. Per i dag har slik oppgjørsvirksomhet vært mest vanlig i forbindelse med kjøp og salg av derivater, men det er internasjonalt økt tendens til også å tilby oppgjørsfunksjoner i forbindelse med kjøp og salg av andre finansielle instrumenter, herunder aksjer. Markedets tillit til slike foretak er også søkt ivare tatt gjennom eierbegrensningsregler.

Departementet vil også peke på at regulerte markeder er delegert offentligrettslig myndighetsutøvelse ved at disse har kompetanse til å pålegge løpende mulkt og overtredelsesgebyrer, jf. børs-

loven §§ 30 og 31, og at verdipapirregistre må kunne sies å utøve en form for virksomhet, føring av rettighetsregister, som tradisjonelt har vært en oppgave for offentlige myndigheter. Dette underbygger betydningen av at foretak som driver denne type virksomhet ikke bør kunne mistenkes for utilbørlig utøvelse av sin offentligrettslige kompetanse. Også av denne grunn er det avgjørende å sikre foretakenes integritet.

Departementet vil i likhet med arbeidsgruppen og flere av høringsinstansene fremheve de grunnleggende formål bak store deler av lovgivningen på verdipapirirområdet. Det er både i børslovens, verdipapirhandelovens og verdipapirregisterlovens formålsparagrafer fremhevet at lovene er ment å sikre et effektivt, ordnet og sikkert marked for finansielle instrumenter. I børsloven pekes det også på behovet for et tillitvekkende marked. Oppfyllelse av nevnte formål antas å være nødvendig for at verdipapirmarkedet kan fungere tilfredsstillende som kapitalkilde for næringsliv og institusjoner. I NOU 1996:2 Verdipapirhandel uttales det blant annet om hovedformålene i verdipapirhandeloven:

«Et verdipapirmarked kan sies å fungere effektivt når prisene i markedet reflekterer den underliggende realøkonomiske verdien bak enkelte verdipapirer. Ordnet handel henspeiler blant annet på hvordan selve markedsplassen fungerer, noe som igjen påvirker hvor riktige prisene i markedet er. At handelen er sikker kan først og fremst assosieres med selve oppgjørsfunksjonen i verdipapirmarkedene.»

De nevnte hovedformål ved lovgivningen på verdipapirirområdet er igjen søkt ivaretatt gjennom oppstilling av en rekke særbestemmelser med sine bakenforliggende hensyn. Eierbegrensingsreglene, sammenholdt med reglene om stemmebegrensning og konsolidering, er eksempler på dette. Departementet er enig med arbeidsgruppen i at hovedhensyne bak eier- og stemmerettsbegrensingsregler for infrastrukturforetak er behovet for tillit fra markedsaktørene, og at foretakene for å oppnå dette må fremstå som nøytrale, uavhengig av dominerende særinteresser, og med høy integritet.

Departementet kan også for øvrig slutte seg til den redegjørelsen som arbeidsgruppen har gitt for de grunnleggende hensyn bak regelverket om eierbegrensning samt stemmebegrensning og konsolidering. Departementet er av den oppfatning at de hensyn det er redegjort for også har sin gyldighet i dag, og at disse bør være bærende premisser ved vurderingen av endringer i regelverket om eierbegrensninger i infrastrukturforetak på verdipapirirområdet.

3.3.3 Faktorer som må avveies mot hensynene bak eierbegrensingsreglene

3.3.3.1 Innledning

Arbeidsgruppen har i sin utredning i kapittel 6.3 satt opp et sett faktorer som antas å være sentrale forutsetninger for et velfungerende norsk verdipapirmarked. Disse faktorene vil i utgangpunktet alle kunne være forenlig med et eierbegrensingsregelverk, men de vil i ulik grad tilsi hvor strengt et slikt regelverk bør være. De ulike faktorene vil dessuten i ulik grad gjøre seg gjeldende for de ulike typer av infrastrukturforetak. Det er arbeidsgruppen oppfatning at de grunnleggende hensynene bak eierbegrensingsreglene må avveies mot de nevnte forutsetningene for et godt fungerende verdipapirmarked. Dersom man etter en slik avveining kommer til at man uten å bryte med de grunnleggende hensyn kan myke opp eierbegrensingsreglene på en slik måte at de kommer andre viktige faktorer i møte, så bør dette gjøres.

3.3.3.2 Arbeidsgruppens utredning

Stabilt regelverk

Et stabilt og forutberegnlig regelverk er viktig for et velfungerende verdipapirmarked. Arbeidsgruppen peker i denne sammenheng på usikkerheten knyttet til om gjeldende norsk rett mht et eierskapstak på 10 prosent i børser er forenlig med Norges forpliktelser etter EØS-avtalen. En endring av nasjonale eierbegrensingsregler vil etter arbeidsgruppens syn fjerne en slik usikkerhet. Arbeidsgruppen finner imidlertid at en tolkningsusenighet med ESA ikke i seg selv kan begrunne en endring av dagens regelverk. I denne sammenheng uttaler arbeidsgruppen på side 40 i utredningen:

«Press på lovgivningen som følge av uenighet om tolkning av EØS-avtalen er imidlertid et forhold av begrenset vekt i en slik sammenheng. EØS-rettens lære om «allmenne hensyn» åpner for et nasjonalt styringsrom. Omfanget av slikt styringsrom beror på en skjønnsmessig avveining. Skal usikkerhet knyttet til omfanget av «allmenne hensyn» tillegges avgjørende vekt, kan den praktiske konsekvensen være at det nasjonale styringsrommet innsnevres i større grad enn hva EØS-retten krever.»

Konkurransedyktige rammebetingelser i forhold til utenlandske virksomheter

Konkurransedyktige rammebetingelser er en forutsetning for et velfungerende norsk verdipapirmarked. Arbeidsgruppen peker på norske infra-

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandeloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapirirområdet)

strukturforetak i ulik grad er utsatt for konkurranse, men at utviklingen i finansmarkedene likevel tilsier at norske foretak er underlagt de samme rammebetingelsene som utenlandske virksomheter. Det understrekes videre at konkurranse mellom infrastrukturforetak generelt er positivt og bør stimuleres. Arbeidsgruppen lister opp flere forhold som vil være av betydning for infrastrukturforetakenes konkurranseevne.

For det første fremheves at behovet for uavhengighet, nøytralitet og integritet er svært viktig i et konkurranseperspektiv. Arbeidsgruppen konkluderer imidlertid med at behovet for spredt eierskap, og dermed behov for eierbegrensningsregler kan stille seg svært ulikt i forhold til de ulike typer infrastrukturforetak. Om dette uttaler arbeidsgruppen på side 41 i utredningen:

«Dagens eierbegrensningsregler hindrer at man får en dominerende eier som kan ta utenforliggende hensyn til skade for infrastrukturforetaket og det norske verdipapirmarkedets anseelse. Forutsatt at markedsaktørene anser det for negativt at én eier har bestemmende innflytelse, kan det likevel tenkes at markedsmekanismen kan være et alternativ til lovbestemte eierbegrensninger. For at markedsmekanismen skal påvirke eiersammensetningen, må imidlertid infrastrukturforetaket operere i et konkurranseutsatt marked.

På denne bakgrunn mener arbeidsgruppen at behovet for preseptoriske lovregler som skal sikre infrastrukturforetakenes uavhengighet, reduseres der hvor det er sterk konkurranse mellom infrastrukturforetak. (...)

Dersom hovedvekten av infrastrukturforetakets tjenester derimot ikke er konkurranseutsatt, vil markedsmekanismen i mindre grad være et korrektiv. I så fall øker behovet for preseptoriske regler om eierkontroll. (...)

For det andre anser arbeidsgruppen at tilgang på egenkapital er et konkurransefortrinn. Arbeidsgruppen er av den oppfatning at dagens eierbegrensningsregler er egnet til å øke norske infrastrukturforetaks kostnader knyttet til egenkapital, og at reglene derfor kan bidra til å svekke norske foretaks konkurranseevne. Arbeidsgruppen begrunner sitt standpunkt blant annet slik på side 42 i utredningen:

«Egenkapital gir lavere finanskostnader enn der hvor virksomheten må finansieres gjennom fremmedkapital. Videre kan sterke og involverte eiere bidra til at egenkapital er tilgjengelig og til at emisjoner kan foretas på kort varsel. Dette gir mulighet for å innta en ledende rolle ved strukturendringer. Oppstår det økono-

miske problemer, kan det dessuten være vanskelig å oppnå en felles forståelse mellom aksjonærene dersom eierskapet er svært spredt. Gis investorene en forholdsmessig innflytelse, kan det være enklere å finne aksjonærer som vil «bære byrden» i en slik situasjon.»

For det tredje peker arbeidsgruppen på at en fleksibel eierstruktur vil kunne være et konkurransefortrinn. Det pekes på at lovregler om eierstruktur kan ha betydning for foretakenes tilgang på egenkapital, og at en fleksibel eierstruktur kan gjøre det enklere å inngå i større sammenslutninger hvor infrastrukturforetakene kan benytte fellesfunksjoner innen teknologi, markedskompetanse og finansiering. Arbeidsgruppen konkluderer deretter med at preseptoriske eierbegrensningsregler kan bidra til å svekke norske infrastrukturforetaks konkurranseevne.

For det fjerde peker arbeidsgruppen på at lovreguleringen hos konkurrenter også vil være et viktig konkurranseparameter. Det vises til at det i Danmark og Sverige ikke gjelder noen absolutte eierskranker, men at reguleringen bygger på en ren egnethetsvurdering. Arbeidsgruppen legger til grunn at rettstilstanden i land det er naturlig å sammenligne seg med er et relevant argument for å oppheve eller justere de absolutte skrankene på eierskap og stemmerett i norske infrastrukturforetak.

Konkurranse mellom infrastrukturforetak i det norske markedet

Arbeidsgruppen peker på at et velfungerende norsk verdipapirmarked også trenger et regelverk som ivaretar hensynet til konkurranse mellom norske infrastrukturforetak. I denne sammenheng uttales det blant annet på side 44 i utredningen:

«For at det norske verdipapirmarkedet skal fungere optimalt, er det ikke tilstrekkelig at regelverket gir norske infrastrukturforetak konkurransedyktige rammebetingelser i forhold til utenlandske aktører. Lovgivningen skal også ivareta hensynet til konkurranse på det norske markedet for finansielle instrumenter. Konkurranse mellom infrastrukturforetak kan bidra til lavere transaksjonskostnader for markedsaktørene. I dagens norske marked er spørsmålet særlig aktuelt i forhold til Oslo Børs og Verdipapirsentralen. Som nevnt har sentrale sider av deres virksomhet karakter av et naturlig monopol. Selv om lovverket skal bidra til å styrke norske infrastrukturforetak, skal fremme av interessene til norsk finansnæring ikke skje ved konservering av konkurransehemmende strukturer.»

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandeloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapiriområdet)

På denne bakgrunn mener arbeidsgruppen at dagens norske eierbegrensningsregler bidrar til å hindre konkurranse i det norske markedet, og at dette taler for at reglene oppheves eller justeres.

Forholdet til finansieringsvirksomhetsloven § 2-2

Arbeidsgruppen peker på eierbegrensningsreglene i finansieringsvirksomhetsloven som i 2003 ble endret slik at en 10 prosent absolutt eierbegrensning ble erstattet av en subjektiv egnethetsvurdering, og spør seg om dette skal være av betydning for eierbegrensningsreglene for infrastrukturforetak på verdipapiriområdet. Arbeidsgruppen vurderer konsekvens i lovgivningen, om hensynene bak endringen i finansieringsvirksomhetsloven også kan begrunne en endring i reglene for infrastrukturforetak, og om utformingen av regelverket for finansieringsforetak kan være et godt eksempel på hvordan alternative regler kan utformes. Arbeidsgruppen konkluderer med at opphevelsen av de absolutte eier- og stemmebegrensningsreglene i finansieringsvirksomhetsloven i liten grad vil være et argument for å endre dagens regler for infrastrukturforetak på verdipapiriområdet.

Aktiv eierstyring

Arbeidsgruppen peker på at en aktiv eierstyring i infrastrukturforetakene i seg selv vil være et gode for det norske verdipapirmarkedet. Dette må imidlertid avveies mot hensynene bak eierbegrensningsreglene. Dagens eierbegrensningsregler har til formål å motvirke eiermisbruk, men forarbeidene bygger imidlertid på at aktiv eierstyring er positivt. Om dette uttaler arbeidsgruppen på side 46 i utredningen:

«Arbeidsgruppen slutter seg til dette utgangspunktet. Imidlertid kan det stilles spørsmål om dagens regelverk i for stor grad hindrer aktivt eierskap. En eier- og stemmerettsgrense på 10 %, kompliserer muligheten for å utøve eierskapet effektivt og målrettet. Dette gjelder særlig for styring med et langsiktig perspektiv. Aksjonærallianser kan endres. Alliansens sårbarhet øker dessuten i takt med antall eiere. Dertil kommer at varige aksjonærallianser kan fanges opp av konsolideringsreglene i børsloven § 37 jf. verdipapirhandeloven § 2-5 første ledd nr. 5, og verdipapirregisterloven § 5-4 første ledd bokstav e. I så fall vil eierbegrensningsreglene gjelde den samlede alliansens eierskap. Problemerkene med å utøve aktivt eierskap gjør seg også gjeldende, men med noe mindre styrke, for oppgjørssentraler hvor eierskapsgrensen er 20 %.

Konsekvensen av svak eierstyring kan være at selskapet blir administrasjonsstyrt. Dette kan fungere tilfredsstillende. Det kan tenkes å oppstå færre interessekonflikter. En kapitalsterk eier vil ofte også ha andre investeringer i finansmarkedet man ønsker å ivareta. Et administrasjonsstyrt infrastrukturforetak kan derfor styrke tilliten til foretakets uavhengighet fra slike eiere.»

Arbeidsgruppen peker videre på at verdien av aktivt eierskap i de senere år har blitt fremhevet i de fleste land det er naturlig å sammenligne seg med. Også i Norge er muligheten for aktiv eierstyring er en sentral del av debatten om eierstyring og selskapsledelse, såkalt «corporate governance».

Arbeidsgruppen konkluderer slik i forholdet mellom eierstyring og eierbegrensning:

«På denne bakgrunn mener arbeidsgruppen at hensynet til aktiv eierstyring isolert sett trekker i retning av å oppheve eller justere dagens eier- og stemmebegrensningsregler. Misbruk av eiermakt må på samme vis som misbruk av administrasjonens kompetanse, fanges opp av egnethetskrav, konsesjonsvilkår, virksomhetsregler og løpende offentlig tilsyn.»

Infrastrukturforetakenes offentlige oppgaver, sanksjonskompetanse m.v.

Infrastrukturforetak er i en rekke sammenhenger tillagt oppgaver av offentligrettslig karakter. Dette er oppgaver som vil være bestemmende for markedsaktørenes rettigheter og plikter. Om dette uttaler arbeidsgruppen i sin utredning på side 47:

«Arbeidsgruppen mener regelverket må sikre at ovennevnte oppgaver utøves uten hensyn til særinteresser hos infrastrukturforetakets eiere. Riktig nok må det legges til grunn at infrastrukturforetak vil ha en egeninteresse i å utføre offentlige forvaltningsoppgaver på korrekt måte. Det motsatte kan føre til at oppgavene blir fratatt foretakene. For regulerte markeder har man dessuten Børsklagenemnda, som i konkrete saker ganske raskt kan korrigere uriktige vedtak og feil ved saksbehandlingen. Imidlertid kan skaden allerede være skjedd før saken kommer opp i Børsklagenemnda. Dessuten må det heller ikke gis spillerom for at infrastrukturforetaket kan mistenkes for å ta utenforliggende hensyn. Det er ikke bare viktig for det enkelte foretak, men for hele det norske verdipapirmarkedet, at slike oppgaver håndheves av infrastrukturforetak hvis nøytralitet er uomtvistet.»

Arbeidsgruppen konkluderer med at behovet for eierbegrensningsregler vil variere med omfan-

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandeloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapirirområdet)

get av tilsyns- og sanksjonsoppgaver, og vil derfor gjøre seg ulikt gjeldende i forhold til de ulike typer av infrastrukturforetak.

Effektivt tilsyn

Effektivt tilsyn blir også trukket frem som en sentral forutsetning for et velfungerende verdipapirmarked. Om dette uttaler arbeidsgruppen i sin utredning på side 48:

«Effektivt tilsyn med infrastrukturforetak styrker tilliten til verdipapirmarkedet. Dagens eier- og stemmebegrensningsregler bidrar til et effektivt tilsyn. Reglene forbygger mot krysseie. Krysseie er ofte en faktor som vanskeliggjør tilsynsfunksjonen. Dessuten kan det argumenteres for at en spredt eierstruktur medfører at eierne selv fører gjensidig tilsyn med hverandre. Imidlertid kan det også påpekes at eier- og stemmebegrensningsreglene svekker tilsynsmyndighetenes virkefelt. Dagens regler avskjærer enhver subjektiv egnethetsvurdering av eierne i forkant av ervervet. Tilsynsmyndighetenes kontroll er begrenset til konsesjonsbehandling og løpende kontroll med ledelsen og virksomheten. En endring av eierbegrensningsreglene kan åpne for mulighet til å føre tilsyn med og sette vilkår for selve eierskapet til infrastrukturforetak. Slik adgang er i dag forbehold de unntakstilfeller hvor det gis dispensasjon fra eierbegrensningsreglene.»

Forvaltningsskjønn og politisk styring

Arbeidsgruppen peker på at infrastrukturlovgivningen åpner for en viss grad av løpende politisk styring med finansmarkedet. Dette gjelder særlig ved konsesjonstildelinger der det kan settes vilkår for konsesjonen.

Gjeldende eier- og stemmebegrensningsregler gir imidlertid lite spillerom for løpende politisk styring. Fra dette gjelder etter arbeidsgruppens oppfatning to unntak som omtales på side 48 i arbeidsgruppens utredning:

«For det første kan departementet gi tillatelse til erverv av inntil 25 % av aksjekapitalen eller stemmene som ledd i et strategisk samarbeid, se lov om regulerte markeder § 35 tredje ledd og verdipapirregisterloven § 5-2 tredje ledd. I samsvar med alminnelige forvaltningsrettslige prinsipper åpner slik kompetanse også for at det kan settes vilkår knyttet til tillatelsen. For det annet kan det i «særlige tilfeller» gis dispensasjon fra eierbegrensningsreglene, se børsloven § 35 første ledd tredje punktum og verdipapirregisterloven § 5-2 annet ledd første punk-

tum. Også for oppgjørssentraler er det en dispensasjonsadgang men uten at det stilles krav om «særlige tilfeller», se verdipapirhandeloven § 13-1 syvende ledd annet punktum.»

Arbeidsgruppen mener etter dette at:

«(...)dagens eier- og stemmebegrensningsregler gir tilsynsmyndighetene et snevert styringsrom for å påvirke eierskapet i infrastrukturforetak for verdipapirhandel. Dette er et argument mot å opprettholde dagens absolutte eierbegrensning.»

3.3.3.3 Høringsinstansenes merknader

Høringsinstansene synes i hovedsak å kunne slutte seg til alle de faktorene som arbeidsgruppen har stilt opp som forutsetninger for et velfungerende verdipapirmarked uten særlige merknader. Enkelte høringsinstanser har imidlertid gitt klart uttrykk for hvilke faktorer de anser som særlig tungtveiende i vurderingen av eierbegrensningsreglene. I høringsrunden er det i tillegg til de faktorer som er listet opp av arbeidsgruppen fremkommet enkelte andre faktorer som antas å være av betydning for et velfungerende verdipapirmarked.

Finansnæringens Hovedorganisasjon, Folketrygdfondet, Næringslivets Hovedorganisasjon, Sparebankforeningen og OMX synes å slutte seg til arbeidsgruppens oppstilling av faktorer som anses som viktige forutsetninger for et velfungerende verdipapirmarked. OMX uttaler:

«I vurderingen av eierskapsreglene i børslovgivningen må en rekke viktige hensyn avveies. Blant disse er (etter OMX' syn) ønsket om eierspredning, behovet for myndighetskontroll med viktige samfunnsinstitusjoner, viktigheten av å sikre norsk næringsliv tilstrekkelig kapital på gunstigst mulig vilkår og ønsket om å opprettholde en attraktiv, kostnadseffektiv og rasjonell markedsplass.»

Nord Pool har i sin høringsmerknad særlig understreket at behovet for konkurransedyktig rammebetingelser for norske infrastrukturforetak må ha stor gjennomslagskraft ved vurderingen av eierbegrensningsreglene. *Nord Pool* uttaler:

«I denne forbindelse påpekes at *Nord Pool* som derivatbørs opererer i et marked med sterk konkurranse mellom ulike markedsplasser. Behovet for å kunne inngå i større og eventuelt internasjonale strukturer uten hinder av eierbegrensningsregler er stort. Eierbegrensningsreglene er videre en klart negativ faktor hva gjelder selskapets tilgang på egenkapital og finansiering for videre ekspansjon.»

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandeloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapirirområdet)

Kredittilsynet viser til betydningen av å opprette holde en egen norsk verdipapirbørs og understreker i så måte behovet for å sikre denne konkurransedyktige rammebetingelser. Kredittilsynet uttaler i denne forbindelse:

«Oslo Børs er den eneste organiserte markedsplassen for omsettelige verdipapirer i Norge, og er således i en særstilling ettersom institusjonen de facto organiserer markedet for notering av børsnoterte selskaper i Norge. Det antas å være en fordel for norske utstedere og investorer at det finnes en nasjonalt lokalisert børs med fysisk og kulturell nærhet til norske utsteder- mellommanns- og investormiljøer.»

Kredittilsynet peker videre på at gode rammevilkår for tilsynsarbeidet vil være viktig å ta i betraktning ved vurderingen av eierbegrensningsreglene for børs og verdipapirregister. Tilsynet uttaler om dette:

«Også fra et tilsynsperspektiv er det viktig at verdipapirregisterfunksjonen og verdipapirbørsen fungerer godt. Verdipapirsentralen ASA og Oslo Børs ASA er blant annet viktige informasjonskilder i markedsovervåkingen for Kredittilsynet. I tilsynsarbeidet er Kredittilsynet avhengig av et godt samarbeid med både Verdipapirsentralen ASA og Oslo Børs ASA, og slik dette håndteres i dag fungerer samarbeidet svært bra. Når den skal evaluere rammebetingelsene for aktørene er det viktig å vektlegge betydningen av slike gode rammevilkår for tilsynsarbeidet.»

Oslo Børs understreker særlig viktigheten av å vektlegge de offentligrettslige oppgavene de ulike infrastrukturforetakene måtte ha ved vurderingen av eierbegrensningsreglene.

Norges Bank har fremsatt enkelte merknader i sin høringsuttalelse til rapportens analytiske utgangspunkter. Det pekes blant annet på at man ved utformingen av eierskapsregler for regulerte markeder, herunder børs, også må legge vekt på at regelverket for ulike organisasjonsformer for omsetning av verdipapirer har god indre sammenheng. Norges Bank uttaler om dette:

«Med den nye vphl er det – i samsvar med systemet i verdipapirmarkedsdirektivet – åpnet for mange organisasjonsformer for omsetning av verdipapirer. Om en ser på de legale kravene til organisering av markedsplassfunksjonene, kan en sortere de fire mulige organisasjonsformene fra den minst til den mest regulerte slik:

- Systematisk internalisering i verdipapirforetak
- Multilateral handelsfasilitet i verdipapirforetak

- Regulert marked i eget foretak
- Børs i eget foretak

I Norge i dag er det virksomhet innen de to siste kategoriene. Det er grunn til å anta at norske verdipapirforetak som vurderer å organisere systematisk internalisering eller en multilateral handelsfasilitet, vil være banker. De vil i så fall falle inn under regler for eierbegrensning eller eierkontroll fastsatt i finansinstitusjonsloven. Om det skulle være verdipapirforetak som ikke er banker som tar opp slik virksomhet, vil vphls regler om at eier skal være egnet gjelde.

Rapporten peker på at nye preceptoriske eierregler bør vurderes ut fra om konkurranse og markedsdisiplin ivaretar de relevante hensynene. Det er imidlertid også grunn til å forsikre seg om at regelverket har god indre sammenheng. Skulle en stille opp en rekkefølge fra minst til mest regulert med hensyn til eierskap av markedsfasilitet når en tar hensyn til annen finansiell lovgivning, ville rekkefølgen om arbeidsgruppens forslag gjennomføres bli denne

- Regulert marked i eget foretak
- Systematisk internalisering eller multilateral handelsfasilitet i verdipapirforetak
- Børs i eget foretak

Det er ikke begrunnet hvorfor denne rekkefølgen er valgt. Det er ikke klart hvor et eventuelt skille skal settes med hensyn til lovregulering for å sikre nøytralitet. Et kriterium som lanseres er etter om omsetningsstedet har offentlige oppgaver og sanksjonskompetanse (s 47). Om dette skal være skillet, burde skille være *før* «regulert marked» i den første oppstillinga over, mens forslagene er å ha det *etter*. I rapporten (s 53) drøftes det som om skillet burde gå mellom varederivathandel og handel med derivater med verdipapirer som underliggende. Et slikt lovmessig skille foreslås imidlertid ikke sjøl om det kan ha vært i arbeidsgruppas tanker da de foreslo enklere regulering for regulerte markeder. De enklere reglene blir faktisk også foreslått for verdipapirmarkedsplasser. Den ene som finnes i dag i Norge – Oslo Axess – drives som en av selskapet Oslo Børs ASA sine to konsesjoner. Forslaget om den enkle formen for eierregulering, vil derfor for øyeblikket ikke ha praktisk betydning i Norge for annet enn markedsplasser for varederivater.»

3.3.3.4 Departementets vurderinger

Departementet slutter seg til arbeidsgruppens vurderinger og redegjørelse for de faktorer som antas

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandeloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapirirområdet)

å være viktige forutsetninger for et velfungerende verdipapirmarked.

Departementet viser til arbeidsgruppens redegjørelse og høringsinstansenes merknader, og deler oppfatningen av at flere viktige forutsetninger for et velfungerende verdipapirmarked isolert sett taler for en oppmykning av dagens eierskapsregelverk for infrastrukturforetakene. Ettersom gjeldende regler, som nevnt under kapittel 3.3, allerede i dag må antas å ivareta hensynene til infrastrukturforetakenes uavhengighet, nøytralitet og integritet, blir imidlertid spørsmålet hvor langt i oppmykende retning det er grunnlag for å gå. Departementet påpeker i denne sammenheng at det ikke er ønskelig at regelverket pålegger strengere restriksjoner på eierrettighetene enn hva som er nødvendig for å ivareta ovennevnte hensyn.

Arbeidsgruppens gjennomgang av ovennevnte faktorer viser at disse i ulik retning vil være styrende for eierskapsreglens utforming. Som arbeidsgruppen og dessuten flere høringsinstanser påpeker, antas eksempelvis hensynet til konkurransedyktige rammebetingelser for norske foretak og dessuten hensynet til et aktivt eierskap å tale for et mykt eierskapsregelverk. På den annen side vil hensynet til et effektivt tilsyn med infrastrukturforetakene og dessuten det faktum at enkelte infrastrukturforetak utøver til dels omfattende offentlig myndighet, tilsi et mer restriktivt regelverk. Departementet viser imidlertid til at de enkelte faktorene vil gjøre seg gjeldende med ulik styrke for de forskjellige infrastrukturforetakene, og det er dermed ikke gitt at det riktige er å ha like eierskapsregler for alle typer foretak, selv om dette ut fra hensynet til en enhetlig lovgivning kan synes å være mest hensiktsmessig. Den nærmere vurderingen av faktorenes vekt i forhold til de ulike typer infrastrukturforetak fremgår av redegjørelsen for de ulike endringsforslagene i kapitlene 3.4, 3.5, 3.6 og 3.7.

Departementet viser til Norges Banks høringsmerknad der det pekes på at man ved utformingen av eierskapsregler for regulerte markeder, herunder børs, også må legge vekt på at regelverket for ulike organisasjonsformer for omsetning av verdipapirer har god indre sammenheng. Departementet følger Norges Banks argumentasjon, men vil ikke foreslå endringer i arbeidsgruppens forslag. Det er departementets oppfatning at dagens reguleringer er godt tilpasset de enkelte organisasjonsformer, og at en slik indre sammenheng som Norge Bank påpeker i denne omgang må vike tilbake for et slik individuelt og hensiktsmessig tilpasset regelverk.

3.4 Regulerte markeder

3.4.1 Arbeidsgruppens forslag

For regulerte markeder gjelder i dag ingen absolutte eierbegrensninger. Erverv av en betydelig eierandel skal imidlertid underlegges en subjektiv egnethetsvurdering, jf. børsloven § 17 tredje ledd. Arbeidsgruppen finner ikke grunn til å foreslå endringer på dette punkt. Det påpekes imidlertid at regulerte markeder i mange situasjoner er gitt offentligrettslig kompetanse, som i seg selv tilsier en tett offentlig kontroll med hvilke eiere som kan utøve betydelig eierinnflytelse på foretaket, men dette forhold blir ikke funnet å ha avgjørende vekt. Arbeidsgruppen peker på at dagens regelverk tilfredsstiller de minimumskrav som oppstilles i MiFID artikkel 38, og at ingen land det er naturlig å sammenligne seg med stiller strengere krav enn hva som fremgår av § 17 tredje ledd. Det som likevel synes avgjørende for arbeidsgruppen er norske foretaks konkurranseevne overfor utenlandske virksomheter. Om dette uttales i utredningen på side 52:

«Dagens aktører med konsesjon som regulert marked opererer, eller vil i løpet av kort tid operere, i konkurranseutsatte markeder. Av den grunn skal det tungtveiende grunner til å innføre skjerpede eierskapsregler som svekker foretakenes fleksibilitet til å delta i strukturendringer eller svekker deres mulighet for å innhente egenkapital. Arbeidsgruppen kan ikke se at det forligger slike tungtveiende grunner.»

3.4.2 Høringsinstansenes merknader

OMX, Kredittilsynet, Folketrygdfondet, Finansnæringens Hovedorganisasjon, Nord Pool, Næringslivets Hovedorganisasjon, Oslo Børs og Sparebankforeningen støtter arbeidsgruppen i at det ikke er grunnlag for å endre gjeldende regler for regulerte markeder på dette punkt. Finansnæringens Hovedorganisasjon påpeker imidlertid at det kan være hensiktsmessig å harmonisere bestemmelsene i børsloven § 17 med bestemmelsene i verdipapirhandeloven § 9-10, spesielt terskelverdiene.

Norges Bank påpeker at det ved arbeidsgruppens forslag vil gjelde en inkonsistens i eierbegrensningsregelverket for ulike organisasjonsformer for omsetning av verdipapirer. En mulig måte å avhjelpe dette på er etter Norges Banks oppfatning å justere reglene for regulerte markeder. Det vises her til Norges Banks redegjørelse for de ulike organisasjonsformene og reguleringen av disse som er gjengitt ovenfor under punkt 4.3.3.

Det vises videre til høringsuttalelsen der det i tilknytning til dette uttales:

«Når det gjelder forslagene for øvrig finner Norges Bank at regelverket må justeres i forhold til forslaget for å unngå inkonsistens. Det vises her til at den letteste reguleringa kommer på nest øverste nivå i organisert handel med finansielle instrumenter. Et minimum for å unngå dette, vil være å ha regler for regulerte markeder som er i samsvar med reglene som gjelder for verdipapirforetak. Arbeidsgruppa påpeker at regulerte markeder driver markeds- overvåkning, og de skal melde fra om vesentlige brudd på relevante regler til Kredittilsynet og kan pålegge løpende mulkt og overtredelsesgebyr. Det kan tilsi at reglene for regulerte markeder er strammere enn reglene for verdipapirforetak, i det minste gjennom utforming og praktisering av egnethetsreglene.»

3.4.3 Departementets vurderinger

Departementet slutter seg til arbeidsgruppens konklusjon om ikke å foreslå endringer i gjeldende regler om en subjektiv egnethetsvurdering som sikkerhet for en god og fornuftig eierforvaltning av regulerte markedsplasser. Departementet er av den oppfatning at det ikke er avdekket behov for å stramme inn på eierskapsreglene for regulerte markeder i form av eierbegrensingsregler. De krav som følger av MiFID om subjektiv egnethetsvurdering ved erverv av betydelige eierandeler i slike foretak, dekker behovet for ervervsmessig kontroll fra myndighetene for denne type foretak i Norge i dag.

I NOU 1999:3 Organisering av børsvirksomhet m.m. omtales skillet mellom eierkontroll- og eierbegrensingsregler for børser og autoriserte markedsplasser. En autorisert markedsplass, slik dette uttrykket ble benyttet i tidligere lovgivning, tilsvarer i hovedsak det som i gjeldende lovgivning betegnes som et regulert marked. Det regulatoriske skillet mellom børs og regulert marked er imidlertid noe mindre enn skillet mellom børs og autorisert markedsplass etter børsloven av 2000. Et strengere regelverk for børser begrunnes i NOU 1993:3 med at autoriserte markedsplasser neppe ville få den samme sentrale samfunnsmessige funksjon som børs, slik at de hensynene som blir trukket frem vedrørende eierbegrensning for børs ikke i like stor grad vil gjøre seg gjeldende for autoriserte markedsplasser.

Departementet viser til at børsen fortsatt har en sentral samfunnsmessig funksjon, og har en avgjørende rolle for et velfungerende verdipapir-

marked i Norge. Selv om det i løpet av de senere år er etablert flere nye regulerte markedsplasser, både for notering og omsetning av verdipapirer samt for omsetning av derivater, har disse markedsplassene hver for seg ikke en like sentral funksjon for et velfungerende norsk verdipapirmarked som det børsen har. De regulerte markedene har riktignok viktige funksjoner innenfor sine markedssegmenter, men utgjør ikke en like sentral del av infrastrukturen i det norske verdipapirmarkedet.

Departementet er derfor, i likhet med arbeidsgruppen, kommet til at behovet for å sikre disse foretakenes uavhengighet, nøytralitet og integritet i tilstrekkelig grad kan ivaretas ved en subjektiv egnethetsvurdering av den som planlegger å erverve en betydelig eierandel i et slikt foretak. Departementet kan ikke se at det er avdekket behov for å stramme inn på eierskapsreglene for de regulerte markedsplassene i form av eierbegrensingsregler. De krav som følger av MiFID om subjektiv egnethetsvurdering ved erverv av betydelige eierandeler i slike foretak, synes å dekke behovet for ervervsmessig kontroll fra myndighetenes side. Videre har departementet lagt vekt på at norske regulerte markeder i dag i større grad er utsatt for sterk konkurranse fra utenlandske virksomheter, og at det av den grunn skal tungtveiende grunner til for å innføre skjerpede eierskapsregler som svekker foretakenes fleksibilitet til å delta i strukturendringer, eller som svekker deres mulighet for å innhente egenkapital.

Norges Bank har i sin høringsmerknad pekt på behovet for indre sammenheng i regelverket. I denne forbindelse vises det til at reglene for regulerte markeder bør samsvare eller være strammere enn de som gjelder for verdipapirforetak. Norges Bank følger imidlertid ikke opp med synspunkter på om det er reglene for regulerte markeder som bør endres til å bli strammere enn reglene for verdipapirforetak, eller om det er reglene for verdipapirforetak som bør endres til å bli slakkere enn reglene for regulerte markeder.

Departementet er enig med Norges Bank i at regelverket generelt bør ha en god indre sammenheng. Departementet vil likevel ikke foreslå endringer i arbeidsgruppens forslag på dette grunnlag. Det er departementets oppfatning at arbeidsgruppens forslag på en god måte ivaretar viktige hensyn ved en regulering av regulerte markeder, og at en slik indre sammenheng som Norges Bank påpeker i denne omgang må vike tilbake for et slikt individuelt og hensiktsmessig tilpasset regelverk.

3.5 Børser

3.5.1 Arbeidsgruppens forslag

3.5.1.1 Innledning

Arbeidsgruppen foreslår endringer i gjeldende eierbegrensningsregelverk for børser, men har ved omfanget av endringen delt seg i et flertall og et mindretall. Flertallet, bestående av medlemmene Broch Mathisen, Harto, Mydske, Oppsanger Rebbestad og Truyen, har som hovedregel gått inn for at eierbegrensningsreglene for børser opprettholdes, men at nivået på eierskapstaket økes. Det foreslås også et unntak fra hovedregelen for nærmere bestemte eiere. Mindretallet, bestående av medlemmet Løfsgaard, har som hovedregel foreslått at eierskap i børser kun skal undergis en subjektiv egnethetsvurdering på linje med det som arbeidsgruppen foreslår for regulerte markeder generelt.

3.5.1.2 Hovedregel

Arbeidsgruppens *flertall* går inn for en hovedregel om at ingen i utgangpunktet kan eie mer enn 20 prosent av aksjene eller kontrollere mer enn 20 prosent av stemmene i et børsforetak. Sammenlignet med dagens regler innebærer dette en heving av det generelle eierskapstaket fra 10 prosent til 20 prosent av aksjekapitalen i selskapet. Om flertallets begrunnelse for hovedreglene uttales det i utredningen på side 55:

«Begrunnelsen for å heve eierskapstaket er at arbeidsgruppens flertall mener de grunnleggende hensyn bak eierbegrensningsreglene ivaretas selv med et eierskapstak på 20 %. Restriksjonene på eierrådigheten bør ikke være mer omfattende enn hva som er nødvendig for å ivareta nevnte hensyn. Hensynet til uavhengighet, nøytralitet og integritet kan ivaretas selv med minst fem eiere. Arbeidsgruppens flertall legger til grunn at det vil utøves en gjensidig eierkontroll som sikrer børsens uavhengighet. Dertil kommer at dagens konsolideringsregler videreføres, jf. børsloven § 37. Forpliktende samarbeid mellom eiere vil således medføre at disse samlet sett må være under eierbegrensningen på 20 %. Forslaget om å heve eierskapstaket underbygges også av et ønske om å åpne for etablering av konkurrerende virksomhet i det norske markedet. Forslaget åpner for større grad av aktivt eierskap, hvilket gjør det mer attraktivt for industrielle eiere å investere i selskapet. Videre vil en heving av eierskapstaket gjøre det enklere å delta i strukturelle endringer.»

Arbeidsgruppens *mindretall* foreslår som hovedregel å oppheve dagens absolutte eierbegrensningsregler, og heller innføre en subjektiv egnethetsvurdering av eiere som tenker å erverve en betydelig eierandel i et børsforetak. Mindretallet begrunner sitt forslag i at en egnethetsvurdering i tilstrekkelig grad vil sikre foretakenes uavhengighet, nøytralitet og integritet. Det pekes også på at regelen vil bidra til et mer konsistent regelverk på verdipapiriområdet. Det uttales videre at:

«Det er en risiko for at lovbestemmelsen som flertallet foreslår, kan bli utfordret både av ESA, slik 10 %-grensen er blitt, og av aktører i markedet som ønsker å kjøpe seg opp. Børsens konkurransesituasjon endrer seg også raskt, noe som kan tilsi en justering av eierbegrensningene for at den skal kunne tilpasse seg i markedet.»

3.5.1.3 Særlig om stemmerettsbegrensninger og konsolidering

En samlet arbeidsgruppe foreslår at stemmerettsbegrensningene i børsloven § 36 oppheves. Om dette uttaler arbeidsgruppen blant annet på side 55 i utredningen:

«Hevingen av eierskapstaket kombineres med et forslag om å oppheve stemmebegrensningsreglene i børsloven § 36. Bestemmelsens formål er å effektivisere eierbegrensningsreglene. Dette behovet reduseres når eierskapstaket heves. Riktig nok vil den reelle innflytelsen vanligvis overstige eierskapstaketets grense enten denne er 10 % eller 20 %. Slik medinnflytelse skyldes at samtlige aksjonærer sjelden møter på generalforsamlingen. Den relative innflytelsen til de som møter blir derfor større. En heving av eierskapstaket åpner for en mer konsentrert eierstruktur, hvilket normalt medfører høyere fremmøteprosent på generalforsamlingen. Dette reduser behovet for stemmebegrensningsregler.»

Arbeidsgruppens flertall foreslår å videreføre konsolideringsreglene i børsloven § 37.

3.5.1.4 Unntak og dispensasjon

Arbeidsgruppens *flertall* foreslår et unntak fra hovedregelen om en absolutt eierbegrensning på 20 prosent. Unntaket skal gjelde eiere som i det vesentlige driver eller eier regulert marked, liknende markeds plass eller tilknyttet infrastrukturvirksomhet. Virkeområdet for unntaket omtales nærmere på side 71 i utredningen:

«Begrepet «regulert marked» er definert i børsloven § 3, mens «liknende markedsplass» i første rekke tar sikte på tilsvarende markedsplasser etablert utenfor EØS-området. Begrepet «tilknyttet infrastrukturvirksomhet» omfatter sideordnet virksomhet som blant annet verdipapirregister og oppgjørssentraler, jf. nærmere omtale i kapittel 7.2.3.2. Etter ordlyden likestilles foretak som «eier» eller «driver» den angitte virksomhet. Holdingselskaper som for eksempel eier en utenlandsk børs kan således falle inn under det skjønsmessige systemet i bestemmelsen, forutsatt at konsernet som sådan «i det vesentlige» driver eller eier børs- eller infrastrukturvirksomhet. Vesentlighetskriteriet vil måtte vurderes konkret. I motsetning til de holdingselskaper som omfattes av annet ledd, vil denne type holdingselskaper etter omstendighetene kunne ha majoritetseiere med en eierpost som overstiger 20 %, jf. imidlertid nedenfor om den bakenforliggende eierstruktur hos erverver.»

Om begrunnelsen for at man åpner for et unntak for slike eiere uttaler flertallet på side 56 i utredningen:

«Dette er en gruppe eiere som det i mindre grad er risiko for at vil svekke tilliten til børsens uavhengighet, nøytralitet og integritet. Andre markedsplasser vil i utgangspunktet ikke ha egeninteresse i å påvirke forholdet mellom aktørene på den norske børsen. Når faren for interessekonflikter er mindre, er det som nevnt innledningsvis ikke behov for absolutte eierbegrensningsregler. Av den grunn omfatter unntaket også sideordnet virksomhet som blant annet verdipapirregister og oppgjørssentraler.»

Flertallet påpeker videre at formålet med unntaket er å hindre at markedsaktører får vesentlig innflytelse på børsen, samtidig som norske børser skal gis fleksibilitet til å inngå som en del av større markedsstrukturer.

Flertallet foreslår å sette som vilkår for unntakets anvendelse at eieren finnes «egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av børsen». Det skal altså foretas en egnethetsvurdering. Flertallet uttaler om denne egnethetsvurderingens formål på side 57:

«Formålet med denne egnethetsvurderingen er å gi myndighetene et styringsredskap for å sikre at eierskap utover 20 prosent forbeholdes aksjonærer som kan bidra til å sikre en god og fornuftig forvaltning av børsen og finansmarkedet generelt. Dette i motsetning til egnethetsvurderingen etter § 17, som primært har en kontrollfunksjon.»

Arbeidsgruppen foreslår å lovfeste en rekke skjønsmomenter som skal inngå i myndighetenes vurdering av egnethet. De foreslåtte skjønsmomentene og arbeidsgruppens kommentarer til disse fremgår av utredningen på side 72:

- «Erververens tidligere handlemåte»: dette momentet forutsetter at erververen gjennom tidligere handlinger har vist seg skikket til å eie den omsøkte eierandel i en børs. Eksempelvis vil brudd på sentrale spilleregler på verdipapirmarkedet kunne virke diskvalifiserende etter dette momentet.
- «Erververens tilgjengelige økonomiske ressurser og hensynet til forsvarlig virksomhet»: disse momentene knytter seg også til mer subjektive forhold hos erverver, og forutsetter bl.a. en vurdering av erververens økonomiske bæreevne og vedkommendes mulige bidrag til en forsvarlig drift av børsen.
- «Om ervervet vil kunne føre til uønskede virkninger for finansmarkedenes virkemåte»: dette momentet retter oppmerksomheten mot strukturelle konsekvenser av ervervet. Etter omstendighetene kan det være relevant å se hen til ervervets konsekvenser for finansmarkedets virkemåte, og av hensyn til aktørenes forutberegnlighet bør det derfor lovfestes en retningslinje om dette. Dette hensynet vil nok bare få selvstendig betydning i helt spesielle tilfeller.
- «Konkurransmessige forhold på det relevante markedet»: dette momentet vil ikke begrense de alminnelige konkurransemyndigheters kompetanse. I stedet klargjøres at også konsesjonsmyndighetene etter finanslovgivningen vil kunne ta hensyn til ervervets eventuelle konsekvenser på konkurransen på det relevante markedet.
- «Muligheten for å utøve et effektivt tilsyn, herunder om det er etablert samarbeid med tilsynsmyndighetene i erververens hjemland»: dersom erverver er hjemmehørende i et annet EØS-land, vil dette momentet ha liten selvstendig betydning. Dersom erverver kommer fra land utenfor EØS, vil det imidlertid være av sentral betydning at det er etablert et betryggende samarbeid med tilsynsmyndighetene i vedkommende land.
- «Om ervervet vil kunne påvirke rettigheter og plikter for aktørene på vedkommende børs»: en børs kan fastsette egne regler og forretningsvilkår som supplerer de nasjonale børs- og verdipapirreglene. Det vil i den forbindelse være relevant å vurdere om ervervet på noen måte vil kunne virke negativt på utstedere på vedkom-

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandeloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapirirområdet)

mende børs, og/eller børsmedlemmenes eller investorenes virksomhet. Det antas at dette momentet kun vil ha selvstendig betydning i forhold til erververe som kommer fra land utenfor EØS.

- «Om den bakenforliggende eierstruktur hos erverver er i samsvar med de hensyn som ivaretas i denne bestemmelse»: dersom en norsk børs kjøpes av et utenlandsk børsforetak som igjen eies av en stor aktør i finansmarkedet, kan eierskapet bidra til å svekke tilliten til den norske børsen. Dette momentet klargjør at slike forhold knyttet til det bakenforliggende eierskapet vil måtte stå sentralt i egnethetsvurderingen, jf. særskilt omtale i kapittel 7.2.3.2.»

Det understrekes at opplistingen ikke skal være uttømmende.

Arbeidsgruppen viser videre til at flertallets forslag til egnethetsvurdering vil gå lenger enn erververens subjektive egenskaper («fit and proper»). Det uttales:

«Riktig nok tar forslaget til lovtekst utgangspunkt i en formulering tilsvarende børsloven § 17. Ved erverv utover 20 % skal departementet vurdere om erverver er egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av børsen. En slik vurdering, hvis ordlyd er ganske åpen, suppleres imidlertid av skjønnsmomenter som gjelder strukturelle forhold. Det er momenter som bidrar til å gi departementet et forholdsmessig avpasset styringsredskap, børsene stabile rammebetingelser og aktuelle erververe forutberegnelighet. Også kontrollhensyn, konkurranse og internasjonale forpliktelser og samarbeid kan inngå som relevante momenter i et slik skjønn.»

Det skal etter arbeidsgruppens forslag også søkes om tillatelse ved erverv som gir eierandel til eller stemmerett for mer enn 1/3, 1/2, 2/3 eller 9/10 av aksjene i en børs.

Arbeidsgruppen foreslår å videreføre dagens dispensasjonsadgang i børsloven § 35 første ledd tredje punktum. Det foreslås imidlertid at det i loven bør fremgå at slik dispensasjon kun skal kunne gis *midlertidig*. Dette er en innstramming i forhold til gjeldende ordlyd, men er i samsvar med gjeldende praksis.

3.5.2 Høringsinstansenes merknader

Høringsinstansene har et noe ulikt syn på de endringsforslag som fremmes av arbeidsgruppen. *Kredittilsynet* går ikke eksplisitt imot et endringsforslag, men har uttrykt tvil om hvorvidt en opp-

mykning av eierbegrensningsreglene for børsforetak er forenelig med de hensyn som ligger til grunn for reglene. Enkelte andre høringsinstanser mener i samsvar med arbeidsgruppens flertall at absolutte eierbegrensningsregler fremdeles bør gjelde, men at dagens regler justeres noe i oppmykende retning. Enkelte andre høringsinstanser mener i samsvar med arbeidsgruppens mindretall at eierskapsregelverket bør begrenses til en subjektiv egnethetsvurdering uten absolutte grenseverdier. Samtlige høringsinstanser som støtter mindretallets forslag synes imidlertid subsidiært å støtte flertallets forslag, som uansett anses å være en forbedring av dagens regelverk.

Kredittilsynet går som nevnt ikke eksplisitt i mot et endringsforslag, men uttrykker likevel usikkerhet om hvorvidt en oppmykning av regelverket for børs er riktig. *Kredittilsynet* er i tvil om hvorvidt de hensyn som ligger til grunn for eierbegrensningsreglene for børsforetak fullt ut kan ivaretas ved en heving av eierskapstaket fra 10 til 20 prosent. På den annen side uttrykker *Kredittilsynet* at en 20 prosent grense muliggjør en større internasjonal aksept og mer aktiv eierdeltakelse i styrene. De ulike momenter er vektlagt noe forskjellig i *Kredittilsynets* styre.

Kredittilsynet peker videre i sin høringsuttalelse på at Oslo Børs er den eneste organiserte markedsplassen for verdipapirer i Norge, og er således i en særstilling ettersom institusjonen de facto organiserer markedet for notering av børsnoterte selskaper i Norge. Det antas å være en fordel for norske utstedere og investorer at det finnes en nasjonalt lokalisert børs med en fysisk og kulturell nærhet til norsk utsteder-, mellommanns- og investormiljø. En situasjon hvor verdipapirbørsen flyttes ut av Norge, uten at det er etablert et godt alternativ, må antas å svekke mulighetene for et betydelig antall aktuelle norske foretak til børsnotering, og muligheten til å hente inn kapital gjennom verdipapirmarkedet. Om denne situasjonen uttaler *Kredittilsynet*:

«Tatt i betraktning den faktiske situasjonen for børs og verdipapirregistrering i Norge er *Kredittilsynet* i tvil om hvorvidt et dispensasjonssystem for eierskap i børs og verdipapirregister for foretak som i det vesentlige driver eller eier infrastrukturvirksomhet i ethvert tilfelle vil utgjøre et adekvat og effektivt virkemiddel for eierkontrollen av denne delen av den norske infrastrukturen. *Kredittilsynet* ønsker derfor å presisere overfor Finansdepartementet av en dispensasjonshjemmel som foreslått over tid ikke gir like robuste løsninger som absolutte eierskapstak. Det er vanskelig fullt ut å ta

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandeloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapirirområdet)

høyde for utviklingen i markedet og de tilpasninger som vil finne sted. I en konkret situasjon kan en derfor ved utøving av et forvaltnings-skjønn bli tvunget til å akseptere løsninger som ikke på best mulig måte vil tjene det norske verdipapirmarkedet. Det kan også tenkes at det etableres en forvaltningspraksis som over tid kan gi løsninger som viser seg mindre forenlig med eierkontrollreglens bærende hensyn.

Dersom det skal åpnes for en dispensasjonsadgang, ønsker Kredittilsynet å påpeke behovet for å kunne benytte denne hjemmelen på mest mulig fritt grunnlag. Etter Kredittilsynets vurdering bør unntakshjemmelen begrenses til «særlige tilfeller», og det bør presiseres av uønskede virkninger for det norske finansmarkedet skal vektlegges.

OMX, Folketrygdfondet og Oslo Børs støtter endringsforslaget til arbeidsgruppens flertall. *OMX* uttaler at flertallets forslag er godt, mens *Folketrygdfondet* uttaler at forslaget vurderes som hensiktsmessig i forhold til endringene i finansmarkedene og kravene til infrastrukturen i markedene. *Oslo Børs* understreker at:

«(...) å bevare uavhengighet, nøytralitet og integritet for våre virksomheter er av den største viktighet. Forslaget om å avskaffe eierregulering er derfor ikke noe ønskelig alternativ. Vi må fortsatt kunne befinne oss i den situasjon at vi er hevet over mistanke om uheldig eierstyring. En spredt eierstruktur kan ansees som et effektivt bidrag til å underbygge tilliten til virksomhetene.»

Norges Bank og Næringslivets Hovedorganisasjon støtter i hovedsak flertallets endringsforslag, men har enkelte merknader til forslaget. *Norges Bank* har følgende merknad til flertallets forslag om en egnethetsvurdering:

«Forslaget om en egnethetsvurdering for børser går lenger enn til vurdering av erververens subjektive egenskaper, og det vises blant annet til vurdering av strukturelle forhold. *Norges Bank* vurderte noe tilsvarende i høringen om eierbegrensingsregler i finansinstitusjoner slik:

Etter *Norges Banks* syn bør myndighetene i sin behandling legge hovedvekten på vurderingen av eierens egnethet, samt hensynet til å sikre uavhengige finansinstitusjoner, et effektivt system og finansiell stabilitet.

Norges Bank har det samme synet når det gjelder egnethetsvurdering for eiere av infrastrukturforetak på verdipapirirområdet, og mener henvisningen til strukturelle forhold kan tas ut som vurderingskriterium.»

Næringslivets Hovedorganisasjon har flere merknader til flertallets forslag. Det uttales blant annet i forhold til arbeidsgruppens forslag til endring i børsloven § 35 tredje ledd:

«Børsloven § 35 første ledd tredje punktum er foreslått endret slik at dispensasjoner fra reglene om eierbegrensning alltid må være midlertidig. Dette innebærer en endring av dagens regler som ikke framstår som godt begrunnet, utover at den skal hindre omgåelser og at den er «i samsvar med dagens praksis hvor det kun er gitt tidsbestemte dispensasjoner». Den omgåelse det i tilfelle er snakk om er forvaltningens misbruk av reglene, og det kan det ikke være nødvendig å lovfeste. Det kan dessuten tenkes tilfeller der det er gode grunner til å la en eier overstige eierbegrensningene selv utover en periode som kan regnes som «midlertidig», slik *Finansdepartementet* selv pekte på i Ot.prp. nr. 73 (1999-2000) punkt 7.1.4. Vi går imot dette forslaget fra arbeidsgruppen. Om departementet likevel skulle ønske å foreslå endret lovtekst, bør «tidsbegrenset» brukes fremfor «midlertidig».»

Næringslivets Hovedorganisasjon har videre enkelte merknader til flertallets forslag til regler om søknaden ved erverv av eierandel over 20 prosent i et foretak. Det påpekes blant annet at det bør gjelde en maksimumsfrist på tre måneder for departementet ved vurdering av slike søknader.

Videre pekes det på at forslaget til § 17 femte ledd bør omformuleres slik at det klart fremgår at søknadsplikt utløses av et påtenkt erverv og ikke av et allerede utført erverv.

Næringslivets Hovedorganisasjon påpeker endelig at flertallets forslag til regler om forhåndssøknad kan føre til at erververen må betale mer for aksjene enn ellers. Om dette uttales:

«En søknad om å eie mer enn tyve prosent vil åpenbart bli offentlig kjent, og aksjeeierne vil forvente en kontrollpremie, se høringsuttalelsen fra *Oslo Børs* referert i Ot.prp. nr. 50 (2002-2003) punkt 7.7.2. Den ordningen arbeidsgruppen tilsynelatende foreslår vil altså ha den økonomiske konsekvens at tilbyderer må betale mer for aksjene enn ellers. Dette er ikke omtalt i rapporten. Slik sikring av kontrollpremie gjelder ellers kun for noterte foretak etter reglene om tilbudsplikt, og det er grunn til å spørre om det er heldig at en tilsvarende ordning innføres for en tilfeldig gruppe av andre foretak, nemlig børser (og eventuelt verdipapirregistre).»

Finansnæringsens Hovedorganisasjon, Sparebankforeningen og Nord Pool støtter endringsforslaget til arbeidsgruppens mindretall. Subsidiært

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandeloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapirirområdet)

støtter disse høringsinstansene flertallets forslag da også dette ansees å være en forbedring av gjeldende regelverk. Finansnæringens Hovedorganisasjon uttaler som begrunnelse for sitt prinsipale standpunkt blant annet at man ved å ta bort eierbegrensningsreglene vil få et regelverk som samsvarer med det som gjelder i andre EØS-land, og som utvilsomt vil stå seg i forhold til EØS-avtalen. Sparebankforeningen fremsetter tilsvarende argument i sin uttalelse. I tillegg vises det til at en løsning slik mindretallet foreslår vil skape mer enhetlige regler for de ulike infrastrukturforetak, og også samsvare med det system som gjelder for finansinstitusjoner.

Nord Pool uttaler som begrunnelse for sin støtte til mindretallets forslag at:

«Dette gir sammenfallende regler for oppgjørssentraler og børser, og er også i samsvar med det som følger av MiFID artikkel 38. For Nord Pools vedkommende er det et klart behov for at norske regler ikke er strengere enn lovreguleringen for konkurrerende, herunder andre europeiske, markedsplasser. En egnethetsvurdering i henhold til børsloven § 17 er etter Nord Pools syn tilstrekkelig til å ivareta hensynet til å sikre infrastrukturforetakenes uavhengighet, nøytralitet og integritet og for å fremme effektive, velordnede og tillitvekkende markeder for finansielle instrumenter.»

3.5.3 Departementets vurderinger

3.5.3.1 Innledning

Departementet vil innledningsvis understreke utgangspunktet om at Norges EØS-forpliktelser krever at det foreligger visse minimumsregler for eierskap og kontroll i regulerte markeder, herunder børser. Det vises i denne sammenheng til redegjørelsen for MiFID artikkel 38 under kapittel 3.2.3.3 ovenfor. På denne bakgrunn er det derfor ikke et alternativ å oppheve gjeldende regelverk uten å erstatte det med nye regler. I realiteten står en derfor overfor to alternative reguleringsformer mht eierskap i børser. På den ene side kan en velge å opprettholde dagens reguleringsform med et absolutt eierskapstak, og der erverv utover dette taket i utgangspunktet er forbudt. Dette utgangspunktet kan eventuelt modifiseres ved alternative former for unntak, for eksempel slik arbeidsgruppens flertall foreslår. På den annen side kan det velges et system basert utelukkende på skjønnsmessige vurderinger av den enkelte erverver i den konkrete sak, slik arbeidsgruppens mindretall foreslår.

Departementet viser videre til enkelte faktiske forskjeller knyttet til dagens børsforetak som vil være av betydning ved vurderingen av eierskapsregler for slike foretak. Det er i dag to foretak som har konsesjon som børs i Norge. Disse er Oslo Børs ASA og Nord Pool ASA.

Oslo Børs ASA har dominerende stilling som verdipapirbørs for det norske verdipapirmarkedet. Endres eierstrukturen i verdipapirbørsen, eller holdingselskapet som eier denne, på en slik måte at det reises tvil om børsens uavhengighet, nøytralitet og integritet, kan dette være skadelig for hele det norske verdipapirmarkedet. Et lite marked som det norske er særlig sårbart for sviktende tillit til en så sentral markedsplass som Oslo Børs.

En derivatbørs, som Nord Pool, befinner seg i en annen faktisk posisjon enn verdipapirbørser. Selv om Nord Pool er en dominerende aktør på handel med kraftderivater, er denne markedsplassen verken en naturlig eller faktisk monopolist. Ettersom derivater er «frigjort» fra den underliggende posisjon, er det ikke som for verdipapirer en naturlig binding til utsteders lokale verdipapirbørs. Derivatbørser er utsatt for sterk konkurranse både fra alternative markedsplasser for likeartede derivater og fra derivathandel knyttet til andre underliggende aktiva. Dette elementet av konkurranse kan bidra til at markedsmekanismen er et effektivt korrektiv, som sikrer at det opprettholdes en hensiktsmessig eierstruktur. Slik sett gjør de faktiske forhold at det er mindre behov for lovfestede eierkontrollregler for en derivatbørs enn for en nasjonal verdipapirbørs. Videre gjør konkurransesituasjonen at en derivatbørs har behov for større grad av fleksibilitet i eierstrukturen. Slik fleksibilitet kan gjøre det enklere å reise egenkapital til videre vekst. Like viktig er imidlertid markedsadgangen. Ved å inngå i større eierstrukturer vil derivatbørsens produkter kunne inngå i en «pakke» som distribueres til ledende finansielle aktører. Tilgang på distribusjonskanaler er slik sett et tungtveiende argument mot dagens stemme- og eierbegrensingsregler.

De faktiske forskjellene som her er beskrevet er også stadfestet av aktørene selv i deres høringsmerknader. De faktiske forskjellene skaper ulike behov. Dette er i høringsrunden kommet til uttrykk ved at Oslo Børs ASA og Nord Pool ASA har valgt å støtte endringsforslaget til henholdsvis arbeidsgruppens flertall og arbeidsgruppens mindretall.

Ovennevnte faktiske forskjeller illustrerer utfordringen med å lage ensartede regler for børser. Dagens eier- og stemmebegrensingsregler er i utgangspunktet tilpasset den faktiske situasjon

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandeloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapirområdet)

som gjelder for Oslo Børs som verdipapirbørs. Selv om det også kan være behov for justering av regelverket som følge av økt konkurranse mellom verdipapirbørser, er det nødvendig med en betydelig offentlig kontroll som skal bidra til å sikre at eiersammensetningen i en nasjonal verdipapirbørs ikke svekker tilliten til hele det norske verdipapirmarkedet.

Departementet er på denne bakgrunn enig med arbeidsgruppen i at vurderingen av eierbegrensningsreglene for børsforetak må ta utgangspunkt i den faktiske situasjonen som gjelder for verdipapirbørser. Dersom de foreslåtte eierbegrensningsreglene oppfattes som uhensiktsmessig av en derivatbørs, kan det være et alternativ å søke om endret konsesjonsklasse fra børs til regulert marked.

3.5.3.2 Hovedregel

Departementet har etter en helhetsvurdering kommet til at et norsk eierskapsregelverk for børsforetak fortsatt bør baseres på regler om eierbegrensning, og ikke kun en egnethetsvurdering som for andre regulerte markeder. Etter departementets vurdering vil et system med et fortsatt absolutt eierskapstak på en bedre måte ivareta de hensyn som fortsatt bør ligge til grunn for regler om eierskap i slike foretak, enn det et rent skjønnsbasert system vil gjøre. Samtidig ser departementet at et system basert på flertallets forslag, der det åpnes for unntak fra eierskapstaket for andre infrastrukturforetak, i økt grad vil legge til rette for strukturelle tilpasninger som foretakene måtte finne nødvendig. Departementet mener derfor det er fornuftig å åpne for et unntak fra eierbegrensningsreglene som foreslått av arbeidsgruppen.

Arbeidsgruppens flertall har i sin foreslåtte hovedregel lagt til grunn at nivået på den absolutte eierbegrensningen bør settes høyere enn i dag. Det foreslås å heve taket fra 10 prosent til 20 prosent. Departementet er enig med arbeidsgruppen i at en slik heving kan være fornuftig av flere grunner. Hensynet bak eierbegrensningsreglene for børsforetak er å sikre tilliten fra markedsaktørene ved at børsen fremstår som uavhengig, nøytral og med høy integritet. Det er imidlertid viktig at eierbegrensningsreglene ikke er strengere enn det som er nødvendig for å ivareta nettopp disse hensynene. Departementet er av den oppfatning at en grense på 20 prosent fortsatt vil bidra til å sikre en tilstrekkelig eierspredning som vil forhindre uheldig maktkonsentrasjon. Departementet viser videre til at en heving av eierskapstaket til 20 prosent vil imøtekomme det

behov børsene vil kunne ha for å foreta nødvendige markedsmessige og strukturelle tilpasninger, som følge av utviklingen i finansmarkedene. Det er etter departementets vurdering viktig at eierskapsreglene ikke i større grad enn nødvendig legger begrensninger på børsenes mulighet til å opprettholde sin konkurransevne i forhold til utenlandske regulerte markeder. Et hevet eierskapstak vil videre gjøre norske børser mer attraktive for investorer som ønsker å delta aktivt i styrende organer og i utviklingen av børsforetakets virksomhet.

Departementet foreslår etter dette at eierskapstaket heves fra 10 prosent til 20 prosent.

Arbeidsgruppens flertall foreslår å videreføre konsolideringsbestemmelsen i børsloven § 37. Departementet er enig i at det uavhengig av eierskapstakets grense er behov for konsolideringsbestemmelser for å gjøre den grensen som er satt effektiv. For å sikre en forsvarlig oppfølging av eierbegrensningsreglene, og for å hindre opplagte omgåelser av reglene, bør derfor børsloven § 37 videreføres.

3.5.3.3 Særlig om stemmerettsbegrensninger og konsolidering

En samlet arbeidsgruppe har foreslått å oppheve dagens regler om stemmerettsbegrensninger i børsloven § 36. Dette er begrunnet i at behovet for stemmebegrensningsreglene reduseres når eierskapstaket heves. En heving av eierskapstaket åpner for en mer konsentrert eierstruktur, hvilket normalt medfører høyere fremmøteprosent på generalforsamlingen. Det vises videre til at hensynet til børsenes uavhengighet, nøytralitet og integritet ikke er tilstrekkelig til å begrunne så omfattende inngrep i eierkompetansen. Samtlige høringsinstanser har, uten særlige merknader, sluttet seg til arbeidsgruppens forslag på dette punkt.

Departementet kan ikke slutte seg til arbeidsgruppens vurderinger og forslag på dette punkt. Departementet viser til at hensynet bak dagens stemmebegrensningsregler er å effektivisere eierbegrensningsreglene slik at man i en situasjon med lavt fremmøte på generalforsamlingen ikke opplever at en enkelt eier vil kunne få uforholdsmessig stor innflytelse på de beslutninger som generalforsamlingen skal treffe. Departementet kan ikke se at behovet for en slik effektivisering av eierbegrensningsreglene reduseres vesentlig selv om eierskapstaket heves til 20 prosent. Også et eierskapstak på 20 prosent bør etter departementets oppfatning suppleres av stemmerettsbegrens-

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandeloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapirirområdet)

ningsregler for å sikre at eierbegrensningsreglene er tilstrekkelig effektive.

En opphevelse av stemmerettsbegrensningsreglene slik arbeidsgruppen foreslår, vil innebære at det ikke lenger vil gjelde noen skranker i den relative stemmevekten som kan oppnås på en generalforsamling i et børsforetak. En eier av 20 prosent (eventuelt en mindre andel) av aksjekapitalen i et børsforetak vil med en slik opphevelse, avhengig av oppmøte på generalforsamlingen, kunne stemme for både 1/3, 1/2, 2/3 og 9/10 av stemmene som er representert på generalforsamlingen. Dette er grenser som etter den alminnelige aksjeselskapslovgivningen er avgjørende for å kunne kontrollere ulike beslutningstyper på generalforsamlingen. Arbeidsgruppen er seg bevisst disse forhold, men antar at fremmøteprosenten vil være så høy i de tilfeller der generalforsamlingens dagsorden omfatter kontroversielle saker at en 20 prosent eierandel ikke alene vil gi en relativ stemmevekt som kan være avgjørende for generalforsamlingens beslutning.

Departementet er enig med arbeidsgruppen i at fremmøteprosenten normalt vil øke når viktige eller kontroversielle saker står på generalforsamlingens dagsorden, og at en enkelt eier av 20 prosent (eller lavere) av aksjekapitalen, antakelig bare unntaksvis vil kunne få kontrollerende innflytelse på generalforsamlingen. Departementet viser imidlertid til at et aksjeinnehav på for eksempel 20 prosent, gir betydelig økt relativ stemmevekt på generalforsamlingen i forhold til en aksjeeier med 10 prosent av aksjene i selskapet. Departementet er derfor av den oppfatning at en heving av eierskapstaket fra 10 prosent til 20 prosent kan medføre økt fare for at en aksjeeier vil kunne utnytte sin eierposisjon, og sin relative stemmevekt på generalforsamlingen, på en måte som vil kunne være i strid med de hensyn som eierbegrensningsreglene er ment å ivareta. Departementet er av den oppfatning at en slik innflytelse fra én enkelt eier, som følge av økt relativ stemmevekt, klart vil kunne være egnet til å svekke markedsaktørenes tillit til børsforetakets uavhengighet, nøytralitet og integritet. På denne bakgrunn mener departementet at stemmerettsbegrensningsregler fremdeles er nødvendig for å sikre at hensynene bak eierbegrensningsreglene blir tilstrekkelig ivaretatt.

Når det gjelder nivået på stemmerettsbegrensningene må disse justeres i tråd med forslaget til forhøyet eierskapstak. I vurderingen av hvilket nivå som skal gjelde vil hensynet til et aktivt eierskap måtte avveies mot hensynet til børsforetakets uavhengighet, nøytralitet og integritet. Etter en helhetsvurdering er det departementets oppfat-

ning at ingen enkelt eier bør kunne stemme for mer enn 30 prosent av aksjene som er representert på generalforsamlingen. Dette vil blant annet forhindre at en enkeltaksjonær ikke oppnår negativt flertall på generalforsamlingen i forhold til beslutninger som krever minst tre fjerdedels flertall. En grense på 30 prosent vil eksempelvis innebære at en enkelt eier ikke alene vil kunne forhindre et forslag om vedtektsendringer som er ønsket av øvrige aksjonærer, og som etter allmennaksjeloven § 5-18 krever tre fjerdedels flertall. Eierbegrensningsreglene skal bidra til å sikre eierspredning i institusjonen for å hindre at én aksjeeier får en for dominerende innflytelse. Etter departementets syn er derfor noe av hensikten med eierbegrensningsreglene blant annet å forhindre slik negativ kontroll i selskapet. At slik negativ kontroll rent faktisk sjeldent vil være tilfelle, kan etter departementets oppfatning ikke i seg selv begrunne opphevelse av stemmebegrensningsreglene.

Departementet vil etter dette foreslå at ingen på generalforsamlingen i et børsforetak kan stemme for mer enn 20 prosent av stemmene i foretaket eller for mer enn 30 prosent av de stemmer som er representert på generalforsamlingen.

Arbeidsgruppens flertall foreslår å videreføre reglene i børsloven § 37 om konsolidering av eierandeler. Departementet slutter seg til arbeidsgruppens forslag og viser til at det uavhengig av eierskapstakets grense er behov for konsolideringsbestemmelser for å effektivisere den grensen som er satt. For å sikre en forsvarlig oppfølging av eierbegrensningsreglene, og for å hindre opplagte omgørelser av reglene bør derfor reglene om konsolidering i børsloven § 37 videreføres.

3.5.3.4 Unntak og dispensasjon

Departementet viser til vurderingene i kapittel 3.3 om forholdet mellom de grunnleggende hensyn bak eierbegrensningsreglene og de faktorer som kan stilles opp som forutsetninger for et velfungerende verdipapirmarked. Som det fremgår av vurderingen er departementet av den oppfatning at dersom man etter en avveining av disse elementene kommer til at man kan myke opp eierbegrensningsreglene på en slik måte at de kommer andre viktige faktorer i møte, og uten at det bryter med de grunnleggende hensyn bak eierbegrensningsreglene, så bør reglene endres.

Det er departementets oppfatning at et unntak fra eierbegrensningsreglene, slik arbeidsgruppens flertall foreslår, i tilstrekkelig grad vil ivareta de hensyn som eierbegrensningsreglene er ment å ivareta. Forslaget innebærer et kompromiss mel-

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandeloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapirirområdet)

lom ulike hensyn der det også er søkt å ivareta det behov børsforetakene har for å opprettholde og eventuelt styrke sin konkurranseevne, herunder behovet for fleksibilitet til å inngå som en del av en større markedsplasstruktur. Det foreslåtte unntaket må ses som en videreføring av dagens § 35 tredje ledd om strategisk samarbeid og de hensyn som ligger bak denne bestemmelsen.

Departementet deler arbeidsgruppens syn med hensyn til hvilke typer foretak som bør omfattes av det foreslåtte unntaket, og viser til arbeidsgruppens nærmere omtale av disse. Dette dreier seg om en gruppe eiere som det i mindre grad vil være risiko for at vil svekke tilliten til børsens uavhengighet, nøytralitet og integritet. Det vises til at andre markeds plasser i utgangspunktet ikke vil ha noen egeninteresse i å påvirke forholdet mellom aktørene på børsen. En slik lavere risiko er imidlertid ikke nødvendigvis tilstrekkelig for sikre at hensynene bak eierbegrensingsreglene blir ivaretatt. Arbeidsgruppen har derfor ikke foreslått en ubetinget adgang for tilsvarende infrastrukturforetak til å eie mer enn 20 prosent, men foreslår at departementet gis en skjønnsmessig adgang til å gi tillatelse til aksjeinnehav som overstiger 20 prosent. Ved vurderingen skal det tas utgangspunkt i en ikke uttømmende kriterieliste. Departementet er enig med arbeidsgruppen i at erverv av eierandeler over 20 prosent i børs, i tillegg til kravet om at dette må være et annet infrastrukturforetak, bør gjøres til gjenstand for prøving fra myndighetenes side. En slik prøving vil etter sin art være skjønnsmessig, men bør ta utgangspunkt i et sett med kriterier som reflekterer de bærende hensyn som myndighetene ved prøvingen er satt til å ivareta, se nedenfor.

Som arbeidsgruppen, viser departementet til at et unntak fra hovedregelen om en absolutt eierbegrensning på 20 prosent, vil måtte innebære at meldeplikten og egnethetsvurderingen etter børsloven § 17 vil gjelde for alle erverv i intervallet mellom 10 og 20 prosent av aksjene i et børsforetak. For erverv over 20 prosent konsumeres reglene i § 17 av unntaksvurderingen som skal foretas etter børslovens § 35 tredje ledd.

Arbeidsgruppen foreslår at dagens dispensasjonsadgang etter børsloven § 35 første ledd annet punktum videreføres, men at det inntas i loven at slik dispensasjon bare skal kunne gis midlertidig. Departementet slutter seg til forslaget. Ut over unntaksbestemmelsene i annet og tredje ledd er det etter departementets oppfatning ikke grunnlag eller behov for permanente fritak fra den generelle eierbegrensingsregelen. Forslaget er ment å snevre inn forvaltningens adgang til å gi dispensa-

sjoner, og det legges til grunn at det bare unntaksvil være aktuelt å innvilge slike. Departementet er enig med NHO som i sin høringsmerknad viser til at arbeidsgruppens forslag til ordlyd bør endres fra «midlertidig» til «tidsbegrenset» dispensasjon.

Særlig om egnethetsvurderingen

Arbeidsgruppen foreslår at egnethetsvurderingen i børsloven § 35 tredje ledd tar utgangspunkt i en formulering tilsvarende børsloven § 17. Ved erverv utover 20 prosent skal departementet vurdere om ervervet er egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av børsen. I tillegg til en ren vurdering av egnetheten til erverver, foreslår arbeidsgruppen at det også gis vurderingskriterier som i større grad skal gi myndighetene et styringsredskap for å sikre at eierskap utover 20 prosent forbeholdes aksjonærer som kan bidra til å sikre en god og fornuftig forvaltning av børsen og finansmarkedet generelt. Arbeidsgruppen viser til at en vurdering etter disse kriteriene vil gå lengre enn en ren kontroll av erververs egnethet, da det også kan legges vekt på den innvirkning ervervet vil kunne få for finansmarkedets virkemåte.

Departementet slutter seg til arbeidsgruppens flertalls forslag om å lovfeste de mest sentrale skjønnsmomentene som skal inngå i en slik vurdering. Selv om listen ikke anses uttømmende, må en slik liste anses å gi aktørene større forutberegnlighet enn et system hvor det ikke fremgår på forhånd hvilke forhold myndighetene særlig vil legge vekt på ved vurderingen av søknaden. Departementet deler videre det syn at en vid skjønnskompetanse, uten forankring i gitte vurderingskriterier, i praksis er lite egnet til å ivareta de hensyn eierbegrensingsreglene skal oppfylle. Momentene skal sikre at relevante hensyn blir vurdert ved ervervet.

Etter departementets syn bør de konkrete skjønnsmomentene i størst mulig grad knyttes til de enkelte hensyn eierbegrensingsreglene skal ivareta.

Arbeidsgruppen foreslår for det første at det skal legges vekt på erververens tidligere handlemåte, og videre at det skal legges vekt på erververens tilgjengelige økonomiske ressurser og hensynet til forsvarlig virksomhet. Departementet er enig med arbeidsgruppen i at dette er momenter som er relevante for å vurdere erververens egnethet. Departementet har vurdert om disse subjektive skjønnsmomentene bør harmoniseres med tilsvarende skjønnsmomenter som er foreslått i tilknytning til den subjektive egnethetsvurderingen som skal foretas ved erverv over 10 prosent av aksjene i finansinstitusjoner. Se omtale av disse

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandeloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapirområdet)

skjønnsmomentene under kapittel 2.5 og kapittel 5.1.

Departementet viser til at det er vidt forskjellige hensyn som gjør seg gjeldende ved de to ulike vurderingene. For finansinstitusjoner knytter egnethetsvurderingen seg til enhver type foretak som ønsker å erverve over 10 prosent av aksjene i en finansinstitusjon. For børsforetak knyttes egnethetsvurderingen kun til en nærmere angitt gruppe erververe. Departementet mener derfor at det ikke er grunnlag for å harmonisere nærmere listen over lovfestede skjønnsmomenter.

Arbeidsgruppen foreslår videre at en skal legge vekt på om ervervet vil kunne føre til uønskede virkninger for finansmarkedenes virkemåte. Vilkåret gir forvaltningen et styringsredskap og en mulighet til å vurdere hvorvidt ervervet vil ha positiv eller negativ innvirkning på finansmarkedenes virkemåte. Eierkontrollen blir med dette noe mer enn en ren kontroll av erververens subjektive egenskaper. Det skal i tillegg foretas en vurdering som retter seg mot de mer strukturelle konsekvenser av ervervet. En vurdering av slike strukturelle konsekvenser vil etter departementets oppfatning etter omstendighetene kunne være relevante ved vurderingen av om et erverv skal godkjennes eller ikke.

Arbeidsgruppen foreslår også å lovfeste at det skal legges vekt på konkurransemessige forhold på det relevante markedet. Momentet er ikke ment å begrense konkurransemyndighetenes kompetanse, men vil etter arbeidsgruppens syn klargjøre at også konsesjonsmyndighetene etter finanslovgivningen vil kunne ta hensyn til ervervets eventuelle konsekvenser for konkurransen på det relevante markedet. Departementet peker i denne forbindelse på at graden av konkurranse om å tilby infrastrukturjenester i det norske verdipapirmarkedet trolig er begrenset.

For de mindre infrastrukturforetakene er det en forutsetning at de kan utøve tilstrekkelig markedsrett til at faste kostnader knyttet til utvikling, drift og vedlikehold av infrastrukturene blir dekket over tid. Det er rimelig å anta at de minste infrastrukturforetakene er mest avhengige av markedsrett for å oppnå lønnsom drift over tid.

Infrastrukturforetakene driver systemer som gjør at foretakene har relativt store faste kostnader. Teknologiske fremskritt har over tid redusert betydningen av institusjonenes fysiske plassering, og redusert den markedsrett infrastrukturforetakene har i sitt nærrområde. Stordriftsfordeler og økende konkurranse er trolig årsaken til at det i Norge og i mange andre land har vært en utvikling i retning av færre nasjonale enheter.

EØS-avtalens prinsipp om etableringsfrihet og fri bevegelighet av kapital er gitt ut fra et formål om en mest mulig samfunnsøkonomisk allokering av kapital. Tilgjengelig risikokapital bør plasseres der den koster mest av seg. Konkurransereglene skal bidra til slik optimal samfunnsøkonomisk bruk av kapitalen, og det er derfor en målsetting at konkurransen i EØS-området skal øke over tid. Virkemidlene er særlig adgang til grenseoverskridende virksomhet, etableringsadgang og adgang til erverv. Dersom de norske infrastrukturforetakene kjøpes opp av konkurrerende virksomheter som opererer innenfor samme marked, kan det redusere konkurransen og lede til økte priser på de tjenester som tilbys.

På denne bakgrunn er det departementets oppfatning at det er et klart behov for at man i den subjektive egnethetsvurderingen har anledning til å ta hensyn til de konkurransemessige virkninger av det aktuelle oppkjøpet, og at dette kommer tydelig frem ved en lovfesting av dette skjønnsmomentet.

Arbeidsgruppen foreslår videre at det skal legges vekt på muligheten for å utøve et effektivt tilsyn, herunder om det er etablert samarbeid med tilsynsmyndighetene i erververens hjemland. Muligheten for et effektivt tilsyn er et viktig hensyn bak eierbegrensingsreglene. Momentet vil ha særlig relevans dersom erverver er hjemmehørende i et land utenfor EØS, og hvor det ikke er etablert tilsynssamarbeid. Momentet er derfor etter departementets vurdering særlig viktig, slik at betryggende tilsynssamarbeid med erververnes hjemstat kan sikres.

Arbeidsgruppen foreslår at det i egnethetsvurderingen skal legges vekt på om ervervet vil kunne påvirke rettigheter og plikter for aktørene på vedkommende børs. Arbeidsgruppen viser til at en børs kan fastsette sine egne forretnings- og handelsregler som supplerer nasjonale børs- og verdipapirregler. Det kan etter omstendighetene være relevant å vurdere om et erverv potensielt vil kunne ha uheldige konsekvenser for utstederne på vedkommende børs, børsmedlemmene eller investorenes virksomhet. Departementet slutter seg til at et slikt moment lovfestes, men antar i likhet med arbeidsgruppen at dette momentet først og fremst vil ha selvstendig betydning i forhold til erverver som kommer fra land utenfor EØS.

Endelig foreslår arbeidsgruppen at det skal legges vekt på om den bakenforliggende eierstrukturen hos erverver er i samsvar med de hensyn som ivaretas gjennom reglene om eierbegrensning. Departementet er enig med arbeidsgruppen at den bakenforliggende eierstrukturen i en børs vil kunne være av avgjørende betydning for markeds-

aktørenes tillit til børsens uavhengighet, nøytralitet og integritet. Det bakenforliggende eierskapet vil være et sentralt moment ved eierprøvingen. Departementet støtter derfor arbeidsgruppen i forslaget om å lovfeste dette momentet.

Departementet vil generelt påpeke at konsekvensene av et erverv i siste instans avhenger av hvilken reell innflytelse erverver oppnår, og hvordan denne innflytelsen utnyttes. Når det gjelder grad av innflytelse vil erververens eierandel, i kombinasjon med øvrig eierstruktur, normalt være en observerbar og brukbar målestokk. Å vurdere hvordan en gitt grad av innflytelse kan benyttes og hvilke negative konsekvenser dette kan få, er vanskeligere. Det er viktig at det i forbindelse med ervervet gjøres en konkret vurdering av potensialet for misbruk av innflytelse.

Departementet vil videre påpeke at samtlige momenter som er listet opp ovenfor i utgangspunktet vil være relevante, og skal tas i betraktning ved alle søknader om erverv over 20 prosent av aksjene i et børsforetak. Det er imidlertid departementets oppfatning at det generelt må gjelde en strengere vurdering desto større eierandel det søkes om å erverve.

Særlig om søknaden

Arbeidsgruppen legger til grunn at unntak fra hovedreglen om et eierskapstak på 20 prosent forutsetter en forutgående søknad om erverv til Finansdepartementet.

Når det gjelder det nærmere innholdet i søknaden, antar departementet i likhet med arbeidsgruppen at dette ved behov mest hensiktsmessig bør reguleres i forskrift. Det vises i denne forbindelse til den foreslåtte forskriftshjemmelen i børsloven § 35 sjette ledd.

Næringslivets Hovedorganisasjon har i sin høringsuttalelse påpekt at det bør gjelde en særlig saksbehandlingsfrist for departement ved behandlingen av søknad om unntak fra eierbegrensingsreglen, og viser til fristen på tre måneder som oppstilles i børsloven § 17. Departementet har i likhet med arbeidsgruppen ikke funnet grunn til å lovfeste en særskilt saksbehandlingsfrist for slike søknader. Departementet vil vise til at slikt erverv vil kunne ha meget stor betydning for det norske verdipapirmarkedet. Det er derfor etter departementets syn viktig at myndighetene har tilstrekkelig med tid til å kunne innhente all relevant og nødvendig informasjon, for deretter ha tid til å foreta en forsvarlig vurdering av ervervet.

3.6 Verdipapirregistre

3.6.1 Arbeidsgruppens forslag

3.6.1.1 Innledning

Arbeidsgruppen foreslår endringer i gjeldende eierbegrensingsregleverk for verdipapirregistre, men har ved omfanget av endringen delt seg i et flertall og et mindretall. Flertallet bestående av medlemmene Broch Mathisen, Mydske, Oppsanger Rebbestad og Truyen har gått inn for en hovedregel om at eierbegrensingsreglene for verdipapirregistre opprettholdes, men at nivået på eierskapstaket økes. Det foreslås også et unntak fra hovedregelen for nærmere bestemte eiere. Mindretallet bestående av medlemmene Harto og Løfsgaard har foreslått at eierskap i verdipapirregister kun skal undergis en egnethetsvurdering på linje med det som arbeidsgruppen foreslår for regulerte markeder.

Arbeidsgruppens forslag til endringer samsvarer i det vesentlige med de endringer som er foreslått for børsforetak. Arbeidsgruppen understreker imidlertid at børs og verdipapirregister ikke utgjør slik likeartet virksomhet at børslovens regler alene kan begrunne et endringsforslag i verdipapirregisterloven. Begrunnelsen for de samsvarende forslagene er likevel at mange av de samme grunnleggende hensyn gjør seg gjeldende.

3.6.1.2 Hovedregel

Arbeidsgruppens *flertall* går inn for en hovedregel om at ingen i utgangspunktet kan eie mer enn 20 prosent av aksjene eller kontrollere mer enn 20 prosent av stemmene i et verdipapirregister. Sammenlignet med dagens regler innebærer dette en heving av det generelle eierskapstaket fra 10 prosent til 20 prosent. Flertallet begrunner sitt forslag med at et verdipapirregister vil beholde den nødvendige tillit hos aktørene selv om man hever taket for den generelle eierbegrensning opp til dette nivå. Det vises til at en rettsregel i utgangspunktet ikke bør strekke lenger enn det som er nødvendig til å ivareta det formål loven skal fremme.

Arbeidsgruppens *mindretall* foreslår som hovedregel å oppheve dagens absolutte eierbegrensingsregler, og heller innføre en subjektiv egnethetsvurdering av eiere som ønsker å erverve en betydelig eierandel i et verdipapirregister. Som begrunnelse for forslaget viser mindretallet til tre forhold som omtales nærmere i arbeidsgruppens utredning på side 63:

«Mindretallet mener at de forholdene ved børsdrift som det er knyttet særlig risiko til når det

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandeloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapirområdet)

gjelder uavhengighet, nøytralitet og integritet, ikke i samme grad gjør seg gjeldende for verdipapirregistre. Det vises i denne sammenheng til de saker som behandles av en børs, for eksempel i forbindelse med opptak til notering, prising av tjenester, markedsovervåking, mottak av innsideinformasjon, prospektkontroll, oppkjøpstilbud, strykning fra børsnotering og andre sanksjoner. Som det fremgår av punkt 7.2.3 ovenfor, er mindretallet enig i at misbruk av myndigheten - eller mistanke om misbruk, i verste fall kan ha uopprettelig skadevirkning for det norske verdipapirmarkedet, og dermed for de funksjonene som gjør det mulig å hente kapital til næringslivet. For verdipapirregistre er situasjonen annerledes, idet de ikke behandler saker med samme omfattende betydning som børsen gjør. Dette tilsier at potensialet for interessekonflikter der eierne er involvert, er mindre. Mindretallet legger til grunn at verdipapirregistre selv har interesse av å etablere og dokumentere troverdige rutiner som viser kundene hvordan mulige interessekonflikter er ivaretatt.»

Videre viser mindretallet til Kredittilsynets tilråding 30. august 2007 til Finansdepartementet i forbindelse med fusjonen mellom Oslo Børs Holding ASA og Verdipapirsentralen Holding ASA. Det fremgår av tilrådingen at verken myndighetene eller markedet vil tolerere en situasjon uten et fungerende verdipapirregister i Norge. Dertil kommer at verdipapirregisterloven har egne regler om avvikling av verdipapirregistre, som nettopp skal bidra til å sikre at registreringsfunksjonen kan opprettholdes. Sett i sammenheng med det tilsynet som er etablert i lovgivningen, legger mindretallet derfor til grunn at det ikke er nødvendig med eierspredning for å sikre verdipapirregisterfunksjonen.

Mindretallet antar at fravær av regler om eierbegrensninger kan gjøre det mer aktuelt at andre aktører på kort eller lang sikt kan etablere verdipapirregisterfunksjoner i konkurranse med Verdipapirsentralen ASA. Det fremgår av Oslo Børs ASAs opptaksregler at utstedere kan benytte ethvert verdipapirregister som har tillatelse etter verdipapirregisterloven § 3-1. Det kan også vises til Ot. prp. nr. 39 (2001-2002) punkt 15.4 der Finansdepartementet antar at et verdipapirregister som «ikke tilbyr tjenester av tilstrekkelig god kvalitet forholdsvis raskt vil møte en konkurrent i det samme markedet». Det er også mulighet for å gi utenlandske aktører tillatelse etter verdipapirregisterloven.

En samlet arbeidsgruppe foreslår at det innføres en «fit and proper» egnethetsvurdering i verdipapirregisterloven § 5-2 etter mønster fra børs-

loven § 17. Etter flertallets forslag vil denne egnethetsvurderingen gjelde ved erverv i intervallet mellom 10 og 20 prosent. Erverv i dette intervallet vil etter bestemmelsen bare kunne gjennomføres etter at melding om dette på forhånd er sendt til Kredittilsynet. Om dette forslaget uttales i utredningen på side 64:

«En slik kvalitetssikring av aktører som kan utøve eierskapsinnflytelse gjennom en betydelig eierandel, vil være et bidrag til å styrke tilliten til norske verdipapirregistre. I forhold til forslaget fra arbeidsgruppens flertall vil en slik egnethetsvurdering gjelde eierskap mellom 10 % og 20 %. Ut over dette konsumeres egnethetsvurderingen av den bredere vurderingen som kommer til anvendelse på erverv ut over 20 %. For forslaget fra arbeidsgruppens mindretall vil egnethetsvurderingen i utkastet til § 5-2 gjelde erverv utover en betydelig eierandel (10 %).»

3.6.1.3 Særlig om stemmerettsbegrensninger og konsolidering

En samlet arbeidsgruppe foreslår at reglene om stemmebegrensning i verdipapirregisterloven § 5-3 oppheves. Forslaget begrunnes i forholdsmessighetsbetraktninger:

«Hensynet til verdipapirregisterets uavhengighet, nøytralitet og integritet er ikke tilstrekkelig til å begrunne så omfattende inngrep i eierkompetansen. Riktig nok vil en opphevelse av dagens stemmerettsbegrensningsregler åpne for at en eier kan utøve innflytelse utover eierskapsgrensen på 20 % som følge av manglende fremmøte på generalforsamlingen. Det kan ikke utelukkes at en eier i praksis kan utøve mer enn 1/3 av stemmene på generalforsamlingen, og følgelig utøve negativt flertall, jf. allmennaksjeloven § 5-18. Imidlertid vil man neppe oppnå så stor innflytelse der hvor det er kontroversielle saker om skal behandles. I slike tilfeller øker vanligvis fremmøteprosenten. Innenfor rammen av den foreslåtte eierbegrensning vil derfor manglende fremmøte på generalforsamlingen ikke utgjøre en trussel for verdipapirregisterets uavhengighet.»

Arbeidsgruppens flertall foreslår å videreføre konsolideringsreglene i verdipapirregisterloven § 5-4.

3.6.1.4 Unntak og dispensasjon

Arbeidsgruppens flertall foreslår et unntak fra hovedregelen om en absolutt eierbegrensning på 20 prosent. Unntaket skal gjelde eiere som i det

vesentlige driver eller eier verdipapirregister, liknende registerfunksjon eller tilknyttet infrastrukturvirksomhet. Virkeområdet for unntaket omtales nærmere på side 69 i utredningen:

«Begrepet «verdipapirregister» er ikke nødvendigvis entydig i forhold til utenlandske aktører, og derfor foreslås også å innta en mer funksjonell definisjon («liknende registerfunksjoner»). Begrepet «tilknyttet infrastrukturvirksomhet» omfatter sideordnet virksomhet som blant annet regulert marked og oppgjørssentraler. Etter ordlyden likestilles foretak som «eier» eller «driver» den angitte virksomhet. Holdingselskaper som for eksempel eier et utenlandsk register kan således falle inn under det skjønsmessige systemet i bestemmelsen, forutsatt at konsernet som sådan «i det vesentlige» driver eller eier register- eller infrastrukturvirksomhet. Vesentlighetskriteriet vil måtte vurderes konkret. I motsetning til de holdingselskaper som omfattes av annet ledd, vil denne type holdingselskaper etter omstendighetene kunne ha majoritetsiere med en eierpost som overstiger 20 %, jf. imidlertid nedenfor om den bakenforliggende eierstruktur hos erverver.»

Om begrunnelsen for at man åpner for et unntak for slike eiere uttaler flertallet på side 62 i utredningen:

«Et slikt unntak fra den generelle eierbegrensingsregelen vil åpne for at norske verdipapirregistre kan delta i strukturelle endringer uten at tiliten til registerfunksjonen svekkes. Strukturelle endringer kan åpne for effektivisering av de tjenester verdipapirregisteret utfører. Dette kan bedre verdipapirregisterets konkurransevne, og kan dessuten åpne for reduserte priser til fordel for registerets brukere. Dertil kommer at denne type eiere i mindre grad er egnede til å svekke aktørenes tillit til verdipapirregisterets uavhengighet, nøytralitet og integritet. Av den grunn er det ikke nødvendig å ha absolutte eierbegrensninger overfor en slik gruppe. Tvert om vil et system med «eierkonsesjon» være et mer presist og mindre inngripende virkemiddel. Dette gir også bedre styring med verdipapirmarkedet, herunder muligheten for å fremme konkurranse til fordel for brukerne av registertjenester.»

Flertallet foreslår å sette som vilkår for unntakets anvendelse at eieren finnes «egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av verdipapirregisteret». Det skal altså foretas en subjektiv egnethetsvurdering tilsvarende den som er foreslått for erverv over 20 prosent i børsforetak. Arbeidsgruppen foreslår å lovfeste en rekke skjønsmomenter som skal inngå i myndighetenes vurdering av

egnethet. Arbeidsgruppen viser til at dette er de samme momentene som er beskrevet for børs og at de vil få samme anvendelse ved erverv av et verdipapirregister.

Arbeidsgruppen foreslår at en tilsvarende egnethetsvurdering vil gjelde ved erverv som medfører at eierandelen overstiger 1/3, 1/2, 2/3 eller 9/10 som gir eieren særlige rettigheter etter allmennaksjeloven.

Arbeidsgruppen foreslår å videreføre dagens dispensasjonsadgang i verdipapirregisterloven § 5-2 annet ledd. Det foreslås imidlertid at det i loven bør fremgå at slik dispensasjon kun skal kunne gis *midlertidig*. Dette er en innstramming i forhold til gjeldende ordlyd, men er i samsvar med gjeldende praksis.

3.6.2 Høringsinstansenes merknader

Høringsinstansene har også her et noe ulikt syn på de endringsforslag som fremmes av arbeidsgruppen. Kredittilsynet går ikke eksplisitt i mot et endringsforslag, men har også når det gjelder verdipapirregistre uttrykt tvil om hvorvidt en oppmykning av eierbegrensingsreglene er forenelig med de hensyn som ligger til grunn for reglene. Enkelte andre høringsinstanser mener i samsvar med arbeidsgruppens flertall at absolutte eierbegrensingsregler fremdeles bør gjelde, men at dagens regler justeres noe i oppmykende retning. Enkelte andre høringsinstanser mener i samsvar med arbeidsgruppens mindretall at eierskapsregelverket bør begrenses til en subjektiv egnethetsvurdering uten absolutte grenseverdier. Samtlige høringsinstanser som støtter mindretallets forslag synes imidlertid subsidiært å kunne støtte flertallets forslag, som også anses å være en forbedring av dagens regelverk.

Høringsinstansenes merknader knyttet til endringsforslagene for verdipapirregister tilsvarende i hovedsak de merknader som er gitt til endringsforslagene for børs, jf. over under kapittel 3.5.2.

Kredittilsynet går som nevnt ikke eksplisitt i mot et endringsforslag, men uttrykker likevel tvil om hvorvidt en oppmykning av regelverket for verdipapirregistre er riktig. Tilsynet er i tvil om de hensyn som ligger til grunn for eierbegrensingsreglene for verdipapirregisterforetak fullt ut kan ivaretas ved en heving av eierskapstaket fra 10 til 20 prosent. Styret i tilsynet har delt seg i synet på dette spørsmålet.

Tilsynet peker videre i sin høringsuttalelse på den faktiske situasjonen hva gjelder verdipapirregistre i Norge:

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsløven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandeløven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapirirområdet)

«Verdipapirsentralen ASA er det eneste foretaket i Norge med tillatelse til å drive registrering av finansielle instrumenter etter verdipapirregisterloven. Foretaket har således en helt særegen posisjon ettersom det faktisk fører register over samtlige finansielle instrumenter som loven krever skal innføres i et verdipapirregister i Norge, og i tillegg fører register over en rekke andre finansielle instrumenter og rettigheter. Dette innebærer at de finansielle instrumenter som har vesentlig betydning for den norske samfunnsøkonomien registreres i registeret. Verdipapirsentralen ASAs registreringsvirksomhet er de facto en nødvendig forutsetning for et velfungerende verdipapirmarked i Norge, og kan således anses samfunnskritisk. Verdipapirsentralen ASA driver også en rekke andre oppgaver, blant annet godkjent system for oppgjørsvirksomhet som mottar et betydelig antall data/transaksjoner fra aktører som har grensesnitt mot verdipapirregistrering. At Verdipapirsentralen ASA har en slik faktisk monopol stilling på en så viktig og avgjørende del av verdipapirmarkedet, gjør det maktpåliggende for det norske verdipapirmarkedet at virksomheten drives forsvarlig og at foretaket har tillit i markedet. Manglende tillit er svikt i funksjonalitet vil ikke bare få umiddelbare konsekvenser for aktørene, men også for hele det operative markedssystem.»

Om denne faktiske situasjonen uttaler Kredittilsynet videre:

«Tatt i betraktning den faktiske situasjonen for børs og verdipapirregistrering i Norge er Kredittilsynet i tvil om hvorvidt et dispensasjonssystem for eierskap i børser og verdipapirregister for foretak som i det vesentlige driver eller eier infrastrukturvirksomhet i ethvert tilfelle vil utgjøre et adekvat og effektivt virkemiddel for eierkontrollen av denne delen av den norske infrastrukturen. Kredittilsynet ønsker derfor å presisere overfor Finansdepartementet at en dispensasjonshjemmel som foreslått over tid ikke gir like robuste løsninger som absolutte eiertak. Det er vanskelig fullt ut å ta høyde for utviklingen i markedet og de tilpasninger som vil finne sted. I en konkret situasjon kan en derfor ved utøving av et forvaltningskjønn bli tvunget til å akseptere løsninger som ikke på best mulig måte vil tjenes det norske verdipapirmarkedet. Det kan også tenkes at det etableres en forvaltningspraksis som over tid kan gi løsninger som viser seg mindre forenlig med eierkontrollreglens bærende hensyn.

Dersom det skal åpnes for en dispensasjonsadgang, ønsker Kredittilsynet å påpeke behovet for å kunne benytte denne hjemmelen på mest mulig fritt grunnlag. Etter Kredittilsynets

nets vurdering bør unntakshjemmelen begrenses til «særlige tilfeller», og det bør presiseres av uønskede virkninger for det norske finansmarkedet skal vektlegges.»

OMX, Folketrygdfondet, Oslo Børs og Norges Bank støtter endringsforslaget til arbeidsgruppens flertall. OMX uttaler at flertallets forslag er godt, mens Folketrygdfondet uttaler at forslaget vurderes som hensiktsmessig i forhold til endringene i finansmarkedene og kravene til infrastrukturen i markedene. Oslo børs knytter enkelte kommentarer til uttalelser fra arbeidsgruppens mindretall. Mindretallet har blant annet som begrunnelse for å oppheve gjeldende eierbegrensningsregler for verdipapirregistre fremhevet at verdipapirregistre ikke behandler «saker av samme viktighet som børser gjør». Om dette skriver Oslo Børs:

«Som utvalgets mindretall anser vi at uavhengighet og nøytralitet er viktig i relasjon til beslutninger som etter sin art har mye til felles med offentligrettslig beslutninger og at en børs nok treffer flere slike beslutninger enn et verdipapirregister. Imidlertid kan også mer strategiske og merkantile beslutninger ha stor betydning for markedet og dets ulike aktører. Det bør derfor treffes av noen som er uavhengig og nøytrale i forhold til aktørene i markedet. Slike beslutninger treffes av et verdipapirregister i stor utstrekning. Prising av tjenester er et eksempel. Andre eksempler som kan nevnes er beslutninger mht. hvem som skal kunne være kontofører i et verdipapirregister, hvem som skal kunne være oppgjørspartnere i et verdipapirregister og hvilke vilkår som skal gjelde for disse. Slike beslutninger er sentrale i driften av et verdipapirregister og tilsier at foretak som driver slik virksomhet bør være uavhengig og nøytrale i forhold til markedet og dets aktører. For registrerte rettighetshavere (investorer og innehavere av begrensede rettigheter) må det likeledes antas å ha betydning at det foreligger spredt eierskap i verdipapirregistrene. På denne bakgrunn er det vår vurdering at hensynene bak eierbegrensningsreglene gjør seg gjeldende med tilsvarende styrke for selskap med tillatelse til å drive verdipapirregister etter verdipapirregisterloven § 3-1.»

Norges Bank uttaler følgende om behovet for eierbegrensningsregler for verdipapirregistre:

«Norges Bank vil framheve at behovet for å sikre nøytralitet og tillit til verdipapirregister gjennom preseptoriske regler er svært mye større enn for markedsplasser (uansett hvilken form de er gitt) og oppgjørssentraler (uansett hva de gjør opp). Norges Bank vil derfor støtte

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandeloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapirirområdet)

en generell eierbegrensningsregel for verdipapirregistre og mener en slik regel kan være nyttig for børser. Norges Bank mener den – som foreslått – kan settes til 20 prosent.»

Næringslivets Hovedorganisasjon, Finansnæringens Hovedorganisasjon og Sparebankforeningen støtter arbeidsgruppens mindretall i deres endringsforslag. Som begrunnelse for sitt standpunkt viser Næringslivets Hovedorganisasjon til at det reelle behovet for eierspredning i verdipapirregistre ikke er tilstrekkelig til å begrunne regler om begrensning av eierskap.

Videre viser NHO til arbeidsgruppens forslag til verdipapirregisterloven § 5-3 første ledd om dispensasjon i særlige tilfeller fra hovedregelen om det absolutte eierskapstaket på 20 prosent. Organisasjonen går i mot forslaget om å presisere i loven at en slik dispensasjon kun skal kunne gjelde midlertidig.

Næringslivets Hovedorganisasjon fremsetter også enkelte merknader til forslaget fra arbeidsgruppens flertall. Merknadene knytter seg særlig til forhold vedrørende søknad om unntak etter den foreslåtte bestemmelsen i verdipapirregisterloven § 5-3 tredje ledd. Merknadene er de samme som er gjort gjeldende i relasjon til arbeidsgruppens endringsforslag for børser, og det vises til disse over under kapittel 3.5.2.

Finansnæringens Hovedorganisasjon og Sparebankforeningen gir tilsvarende merknader til arbeidsgruppens endringsforslag for verdipapirregister som til arbeidsgruppens endringsforslag for børser. Det vises særlig til at mindretallets forslag vil skape mer enhetlig regler for infrastrukturforetak i Norge og dessuten samsvare bedre med eierskapsregelverk i andre land.

3.6.3 Departementets vurderinger

3.6.3.1 Innledning

Departementet viser innledningsvis til at det ikke finnes sekundærlovgivning under EØS avtalen som regulerer krav til eierbegrensningsregler for verdipapirregister. De nevnte reglene i MIFID art. 38 har bare anvendelse på regulerte markeder. Dette innebærer i utgangspunktet at Norge, innenfor rammen av EØS-avtalens krav til fri bevegelighet av kapital og etableringsfriheten, relativt fritt kan utforme regler om eierkontroll. Uavhengig av dette har arbeidsgruppen funnet å foreslå tilsvarende regler som for børser. Et tilsvarende regelverk for børser og verdipapirregistre er ikke begrunnet i likheten mellom de to typer foretak som sådan, men at de samme hensyn gjør seg gjel-

dende for dem begge. Departementet slutter seg til en slik tanke.

3.6.3.2 Hovedregel

Departementet slutter seg til flertallets forslag om å beholde et absolutt tak for eierskap i verdipapirregistre, men at dagens tak heves fra 10 til 20 prosent. Dette forslaget samsvarer med den hovedregel som er foreslått for børser, jf over under kapittel 3.5.

Departementet peker på at et samsvarende regelverk for børser og verdipapirregister ikke alene er begrunnet i likheten mellom disse typer av infrastrukturforetak. Foretakene fyller i utgangspunktet hver sin funksjon og utfører ulike oppgaver i verdipapirmarkedet. Sammenhengen mellom virksomheten i en børs og et verdipapirregister består imidlertid i at begge institusjonene har en vesentlig rolle i verdipapirkjeden. Av denne grunn vil mange av de samme hensynene gjøre seg gjeldende ved vurderingen av eierskapsregler for de to foretakstypene.

Arbeidsgruppens mindretall har med støtte fra enkelte høringsinstanser anført at verdipapirregister generelt ikke behandler saker med samme omfattende betydning som børser gjør, og at dette tilsier at behovet for et absolutt eierskapstak i tråd med hva som gjelder for børser ikke er det samme. Departementet viser til at børser og verdipapirregistre har ulike funksjoner i verdipapirkjeden, der verdipapirregisteret har en helt sentral funksjon i kraft av å være et rettighetsregister. Departementet deler av den grunn ikke mindretallets syn om at verdipapirregisterets virksomhet tilsier et mykere regelverk for verdipapirregister.

Departementet peker på at formålet med verdipapirregisterloven er å legge til rette for en sikker, ordnet og effektiv registrering av finansielle instrumenter, jf. § 1-1. Et register med slike egenskaper er av vesentlig betydning for et godt fungerende verdipapirmarked. For at et verdipapirregister skal fylle den nevnte funksjon er det avgjørende at aktørene har tillit til registerets uavhengighet, nøytralitet og integritet. Sammenlignet med børser har riktig nok et verdipapirregister et mindre innslag av offentligrettslig håndhevingsoppgaver. Det driver ikke markedsovervåking, prospektkontroll mv. På den annen side er verdipapirregistreringen avgjørende for en rekke privatrettslige rettigheter, og verdipapirregistre forvalter en funksjon som tradisjonelt i Norge har vært tillagt det offentlige. Markedsmessige hensyn tilsier at aktørene i verdipapirmarkedet bør kunne stole på at registrering og oppgjør av transaksjoner i verdipapirmarkedet

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandeloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapirirområdet)

utføres på en betryggende og tillitsvekkende måte. Aktørene bør videre kunne stole på at det ved driften av registeret legges vekt på hva som er til det beste for markedet og dets aktører og ikke eventuelle særinteresser for store eiere som kan være brukere av registerets tjenester. Det er på denne bakgrunn departementets oppfatning at det i like stor grad er behov for absolutte eierbegrensingsregler for verdipapirregistre som for børser.

Når det gjelder nivået på eierskapstaket har arbeidsgruppen foreslått å heve dette fra 10 til 20 prosent. Departementet slutter seg til dette forslaget og viser til at man også ved fastsetting av nivået må se hen til hva som er foreslått for børser. Selv om ikke hensynet til likhet i regelverket skal ha avgjørende betydning, så er dette etter departementets vurdering et moment i vurderingen av utformingen av eierbegrensingsregelverket for henholdsvis børser og verdipapirregistre. Mange av de samme hensyn som gjør seg gjeldende for børser, gjør seg også gjeldende for verdipapirregistre.

Departementet er likhet med arbeidsgruppens flertall av den oppfatning at et verdipapirregister vil beholde den nødvendige tillit hos aktørene selv om man hever taket for den generelle eierbegrensningen fra 10 til 20 prosent. Et slik nivåheving vil innebære et kompromiss mellom på den ene siden hensynet til foretakets behov for uavhengighet, nøytralitet og integritet, og på den annen side behovet og ønsket om å fremme etablering av konkurrerende virksomheter, øke muligheten for et aktivt eierskap og legge bedre til rette for at foretakene skal kunne inngå i større strukturendringer i det relevante markedet. Etter departementets syn vil de foreslåtte eierbegrensingsreglene for verdipapirregistre på dette grunnlag ikke strekke seg lenger enn det som er nødvendig for å ivareta det formål reglene skal fremme.

Departementet har ved vurderingen av om eierskapstaket bør heves også lagt vekt på at en samlet arbeidsgruppe samtidig foreslår en ny bestemmelse i verdipapirregisterloven § 5-2, utformet etter mønster fra børsloven § 17. En slik regel vil sikre at det ved erverv i intervallet mellom 10 prosent og 20 prosent vil bli foretatt en kvalitetssikring av erververen som vil kunne utøve en betydelig eierskapsinnflytelse i foretaket.

3.6.3.3 Særlig om stemmerettsbegrensninger og konsolidering

En samlet arbeidsgruppe har foreslått å oppheve dagens regler om stemmerettsbegrensninger i verdipapirregisterloven § 5-3. Dette er begrunnet i at behovet for stemmerettsbegrensninger ikke er det

samme når at eierskapstaket heves til 20 prosent. Videre anføres det at hensynet til verdipapirregisterets uavhengighet, nøytralitet og integritet ikke er tilstrekkelig til å begrunne så omfattende inngrep i eierkompetansen. Samtlige høringsinstanser har, uten særlige merknader, sluttet seg til arbeidsgruppens forslag på dette punkt.

Departementet kan ikke slutte seg til arbeidsgruppens vurderinger og forslag på dette punkt. Departementets begrunnelse for dette samsvarer i hovedsak med den begrunnelse som er gitt for at stemmerettsbegrensningene for børsforetak heller ikke bør oppheves. Det vises til kapittel 3.5.3.3 for departementets vurderinger. De samme hensyn vil gjøre seg gjeldende i relasjon til begge typer av infrastrukturforetak.

Departementet vil etter dette foreslå at ingen, på generalforsamlingen i et verdipapirregister, kan stemme for mer enn 20 prosent av stemmene i foretaket eller for mer enn 30 prosent av de stemmer som er representert.

Arbeidsgruppens flertall foreslår å videreføre verdipapirregisterlovens regler om konsolidering. Konsolideringsbestemmelsen i § 5-4 foreslås imidlertid utformet etter mønster fra børsloven § 37. Materielt innbærer dette kun små endringer. Departementet slutter seg til arbeidsgruppens forslag og viser til at det uavhengig av eierskapstakets grense er behov for konsolideringsbestemmelser for å effektivisere den grensen som er satt. For å sikre en forsvarlig oppfølging av eierbegrensningene, og for å hindre opplagte omgåelser av reglene bør derfor reglene om konsolidering i verdipapirregisterloven § 5-4 videreføres.

3.6.3.4 Unntak og dispensasjon

Arbeidsgruppens flertall har foreslått et tilsvarende unntak i regelverket for verdipapirregistre som for børsforetak. Unntaket innebærer at det for enkelte typer virksomheter likevel skal være mulig å erverve en større eierandel enn 20 prosent i et verdipapirregister. Unntaket skal kunne komme til anvendelse på foretak som i det vesentlige driver eller eier verdipapirregister, liknende registerfunksjoner eller tilknyttet infrastrukturvirksomhet. Det vises til arbeidsgruppens nærmere redegjørelse for denne gruppen foretak som departementet slutter seg til. Unntaket er, slik det formuleres i flertallets forslag, et resultat av målsettingen om at eierbegrensningene ikke skal gå lenger enn det som er nødvendig for å ivareta hensynet bak reglene.

Departementet kan slutte seg til arbeidsgruppens vurdering om at denne typen eiere i mindre

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandeloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapirirområdet)

grad er egnet til å svekke aktørenes tillit til verdipapirregisterets uavhengighet, nøytralitet og integritet, og at det derfor ikke er nødvendig å ha absolutte eierbegrensninger overfor en slik gruppe. Unntaket vil åpne for at norske verdipapirregistre i større grad enn i dag vil kunne delta i strukturelle endringer. Dette kan videre stimulere til effektivisering av de tjenester verdipapirregisteret utfører og dermed bedre verdipapirforetakets konkurranseevne.

Et foretak som i det vesentlige driver eller eier verdipapirregister, liknende registerfunksjoner eller tilknyttet infrastrukturvirksomhet har ingen ubetinget rett til et unntak. Arbeidsgruppen foreslår at alle slike foretak skal underlegges en subjektiv egnethetsvurdering før erverv kan gjennomføres. Unntak vil kun være aktuelt der Finansdepartementet etter søknad kommer til at foretaket finnes egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av verdipapirregisteret. I den subjektive egnethetsvurderingen skal det legges vekt på en rekke skjønnsmomenter som foreslås lovfestet. Egnethetsvurderingen og de underliggende skjønnsmomenter tilsvarer det som arbeidsgruppen har foreslått for børsforetak. Departementet slutter seg til arbeidsgruppens forslag og viser til departementets vurderinger under kapittel 3.5.3.4 som vil få tilsvarende anvendelse her.

Arbeidsgruppen foreslår at dispensasjonsadgangen etter gjeldende verdipapirregisterlov § 5-2 annet ledd videreføres, men at det inntas i loven at slik dispensasjon bare skal kunne gis midlertidig. Departementet slutter seg til forslaget. Ut over unntaksbestemmelsen i forslaget § 5-3 annet og tredje ledd er det etter departementets oppfatning ikke grunnlag eller behov for permanente fritak fra den generelle eierbegrensingsregelen. Forslaget er ment å snevre inn forvaltningens adgang til å gi dispensasjoner, og det legges til grunn at det bare unntaksvis vil være aktuelt å innvilge slike. Departementet er enig med NHO som i sin høringsmerknad viser til at arbeidsgruppens forslag til ordlyd bør endres fra «midlertidig» til «tidsbegrenset» dispensasjon.

3.7 Oppgjørssentraler

3.7.1 Arbeidsgruppens forslag

En samlet arbeidsgruppe foreslår å oppheve dagens eierbegrensingsregler for oppgjørssentraler. For å sikre tilliten til norske oppgjørssentraler foreslås imidlertid å videreføre dagens subjek-

tive egnethetsvurdering for alle erverv over 10 prosent. Arbeidsgruppen uttaler på side 50 og 51 i utredningen:

«Norske oppgjørssentralers virksomhet vil i stigende grad bli utsatt for konkurranse. Riktig nok medvirker språklige og kulturelle forhold til at aktører kan foretrekke oppgjørssentraler med geografisk nærhet til dem selv. Tjenestens karakter, gjennomføring og inneståelse for oppgjøret, er imidlertid slik at det ikke ligger til rette for naturlige geografiske monopoler. Digitalisering av markedet, finansielle instrumenter som omsettes uten nødvendig kobling til underliggende verdipapirer og et samordnet europeisk regelverk gjør det enkelt å sentralisere slike tjenester.

På denne bakgrunn vil utviklingen trolig gå i retning av at aktører velger den oppgjørssentral som er konkurransedyktig på pris, soliditet, driftssikkerhet og uavhengighet. Priskonkurranse trekker i retning av større enheter som kan rasjonalisere kostnader. Det samme gjør soliditetskrav. Større enheter åpner for økt mulighet til å pulverisere tap. En større enhet vil også ha mer ressurser til å sikre virksomhetens løpende drift. Den eneste parameter som er nøytral i forhold til konkurranseevnen, synes å være kravet til uavhengighet. Ved større sammenslutninger vil det lettere oppstå interessekonflikter. I mange tilfeller vil den som har finansiell styrke til å være eier av en betydelig eierandel i en stor sammenslutning av oppgjørssentraler, også være en betydelig aktør i finansmarkedet. Slikt eierskap kan svekke tilliten til oppgjørssentralene. På dette punkt vil imidlertid den konkurransesituasjon som arbeidsgruppen skisserer, kunne virke som et korrektiv. I en tilspisset konkurransesituasjon vil aktørene vike tilbake for å benytte en oppgjørssentral dersom det er risiko for at en betydelig eier tilstås fordeler på bekostning av andre markedsaktører. Forutsatt konkurransedyktige betingelser for øvrig, vil man da heller velge en annen oppgjørssentral.

Ovennevnte momenter tilsier at norske oppgjørssentraler må sikres fleksibilitet som gjør det mulig å inngå i større eierstrukturer. Dette er et argument for å oppheve eierbegrensingsreglene. Konkurransen på de norske marked vil trolig bli ivaretatt av økende konkurranse om å yte denne type tjenester på tvers av nasjonale grenser. Dertil kommer at oppgjørssentraler i liten grad håndhever offentligrettslige regler og sanksjoner. Slik sett er det ikke viktig å opprettholde eierbegrensingsreglene.»

Om den subjektive egnethetsvurderingen uttaler arbeidsgruppen:

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandeloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapiriområdet)

«Dagens subjektive egnethetsvurdering bør videreføres. Denne bidrar til en løpende kontroll med finansmarkedets infrastruktur. Dertil kan en slik egnethetsvurdering bidra til å styrke tilliten til norske oppgjørssentraler. Samtidig vil en subjektiv egnethetsvurdering i praksis neppe innebære et hinder av betydning for at norske oppgjørssentraler kan slutte seg til større eierstrukturer. Det antas at hoveddelen av aktuelle samarbeidspartnere holder et slikt profesjonelt nivå at de vil være egnede til å sikre en «god og fornuftig forvaltning av selskapet», jf. verdipapirhandeloven § 13-1 fjerde ledd.

Arbeidsgruppen finner ikke grunn til å supplere den subjektive egnethetsvurderingen med en bredere gruppe egnethetskriterier som for eksempel krav til konkurranse og næringsstruktur. Dette skyldes den forventede konkurransesituasjonen for de tjenestene oppgjørssentraler utøver. Markedsmekanismen vil trolig motvirke uhensiktsmessige eierstrukturer. Skulle det likevel vise seg at en opphevelse av eierbegrensingsreglene medfører sammenlutninger som svekker tilliten til det norske verdipapirmarkedet, kan verdipapirhandeloven § 13-4 på et senere tidspunkt eventuelt suppleres med krav til en bredere egnethetsvurdering. En forbigående periode uten eierbegrensingsregler eller en utvidet egnethetsvurdering, vil neppe være egnede til å forårsake varig skader på det norske verdipapirmarkedet. Arbeidsgruppen antar at sårbarheten til det norske verdipapirmarkedets er vesentlig større overfor sviktende tillit til Oslo Børs og Verdipapirsentralen, enn hva som gjelder dersom det reises spørsmål ved uavhengigheten til norske oppgjørssentraler. Oppgjørsvirksomhetens element av skjønnsutøvelse er begrenset.»

3.7.2 Høringsinstansenes merknader

Samtlige høringsinstanser med unntak av Norges Bank støtter arbeidsgruppens forslag om å oppheve eierbegrensingsreglene for oppgjørssentraler.

Norges Bank peker på at man i vurderingen av eierbegrensingsreglene for oppgjørssentraler må se hen til en mulig fremtidig utvikling i oppgjørssentralenes virksomhet. *Norge Bank* uttaler:

«For oppgjørssentraler mener *Norges Bank* at regelverket bør formuleres ut slik at det vil passe for en oppgjørssentral som ønsker å starte virksomhet som sentral motpart i verdipapirhandel, ikke bare derivathandel slik som drøftet av arbeidsgruppen. Som det framgår av drøftinga i vår høringsuttalelse av 31.08.2000 om verdipapirregisterlov, vil en slik institusjon ha en rekke funksjoner på veggen mot verdi-

papirregisteret slik at det etter hvert får konsekvenser for rettshåndhevelse vedrørende pant m.v. En slik institusjon bør møte større krav til nøytralitet og gjennomføringsevne enn en oppgjørssentral som bare er sentral motpart i handel med derivater. Som et minimum bør forslaget derfor inneholde en mulighet for å skjerpe kravene til eiernes egnethet m.v. avhengig av typen oppgjørsvirksomhet som drives. Det kan og vurderes å ha et system med gjentatte egnethetsvurderinger også for oppgjørssentraler.»

3.7.3 Departementets vurderinger

Departementet deler arbeidsgruppens oppfatning om at konkurransesituasjonen for norske oppgjørssentraler tilsier en oppmykning av dagens regelverk. Det pekes på at oppgjørssentralenes virksomhet ikke er av en slik karakter at det ligger til rette for naturlige geografiske monopoler. Digitalisering av markedet, finansielle instrumenter som omsettes uten nødvendig kobling til underliggende verdipapirer og et samordnet europeisk regelverk gjør det enkelt å sentralisere slike tjenester. For å kunne møte denne utviklingen uten å tape terreng i forhold til utenlandske virksomheter bør norske oppgjørssentraler gis fleksibilitet til å inngå i større eierstrukturer. Slik fleksibilitet vil etter departementets oppfatning måtte oppnås ved at dagens eierbegrensingsregler justeres eventuelt oppheves.

Hvor langt man skal gå i oppmykende retning beror imidlertid på en avveining av nevnte konkurransehensyn på den ene siden og hensynet bak eierbegrensingsreglene på den andre siden. Departementet har etter en slik avveining kommet til at eierbegrensingsreglene for oppgjørssentraler bør oppheves, og slutter seg således til arbeidsgruppens forslag om å videreføre dagens subjektive egnethetsvurdering for alle erverv over 10 prosent. Avgjørende for departementet har vært at hensynet til markedsaktørens tillit til oppgjørssentralenes uavhengighet, nøytralitet og integritet på en betryggende måte vil være ivarettatt gjennom en slik subjektiv egnethetsvurdering. Det er departementets oppfatning at hensynene bak eierbegrensingsreglene ikke i like sterk grad gjør seg gjeldende for oppgjørssentraler som for børser og verdipapirregistre, og at en slik forskjell vil kunne begrunne ulike eierbegrensingsregler for de ulike infrastrukturforetakene.

Norges Bank har i sin høringsuttalelse påpekt at arbeidsgruppen ved utformingen av sitt forslag har lagt til grunn en for snever forståelse av oppgjørssentralenes virksomhet. For oppgjørssentraler mener *Norges Bank* at regelverket bør utfor-

mes slik at det vil passe for en oppgjørssentral som ønsker å starte virksomhet som sentral motpart i verdipapirhandel, ikke bare derivathandel slik som drøftet av arbeidsgruppen. Departementet er kjent med at markedene i større grad enn tidligere etter spør oppgjør av handel med verdipapirer gjennom en sentral motpart. Det er grunn til å tro at markedsplassene vil innrette seg etter denne etterspørselen og at handel med verdipapirer med oppgjør gjennom sentral motpart i fremtiden vil kunne bli det normale.

Departementet er enig med Norges Bank i at en slik institusjon har funksjoner som har betydning for rettighetsregistreringer i et register, og at dette medfører at det stilles særlige krav til nøytralitet, sikkerhet og gjennomføringsevne for slike oppgjørssentraler (clearing). Departementet viser også til at det potensielle volumet av verdipapiroppgjøret som en slik oppgjørssentral kan stå for også kan ha en side til finansiell stabilitet. Departementet er imidlertid av den oppfatning at det ikke er nødvendig med særlige tilpassede og skjerpede lovkrav til eierens egnethet for eierskap i slike institusjoner, men viser til at oppgjørssentralens virksomhet, det vil si at de instrumentene den gjør opp, vil være et naturlig og viktig element i den konkrete vurderingen som myndighetene skal foreta av eiernes egnethet. I tillegg til å vurdere eierens egnethet vil myndighetene også ha mulighet til blant annet å stille konkrete krav til foretakets kapital, som skal være forsvarlig i forhold til den virksomhet som stilles, se verdipapirhandelloven § 13-2 første ledd. Departementet finner imidlertid å kunne supplere arbeidsgruppens forslag med en forskriftshjemmel for departementet til å fastsette nærmere regler om innholdet i den subjektive egnethetsvurderingen som skal foretas etter verdipapirhandeloven § 13-1 fjerde ledd. En slik forskriftshjemmel vil således, dersom det likevel skulle vise seg å være behov for det, åpne for at man gjennom nærmere regler kan differensiere egnethetsvurderingen avhengig av hvilke type oppgjørsvirksomhet som drives. Det vises til departementets lovforslag.

3.8 Forslagets forhold til EØS-avtalen

3.8.1 Forholdet til de fire friheter og etableringsretten

3.8.1.1 Innledning

EØS-avtalens regler om de fire friheter, herunder fri kapitalbevegelse, og avtalens regler om etable-

ringsrett, setter rammen for det nasjonale handlingsrommet ved utformingen av eierbegrensningsregelverket. Endringer i eierskapsreglene for regulerte markeder, verdipapirregistre og oppgjørssentraler må derfor vurderes i forhold til de krav som EØS-avtalen oppstiller.

3.8.1.2 Arbeidsgruppens vurderinger

Arbeidsgruppen flertall er av den oppfatning at alle de endringsforslagene som presenteres for ulike infrastrukturforetak vil innebære en tilnærming i retning av EØS-avtalens prinsipper om fri flyt av kapital og om fri etableringsrett. Til endringsforslaget knyttet til børsforetak uttaler arbeidsgruppen på side 60 i utredningen:

«Selv med den foreslåtte lovendring, vil børsloven § 35 fortsatt være et inngrep i prinsippet om fri flyt av kapital, jf. EØS-avtalen artikkel 40. Det samme gjelder etableringsfriheten, jf. EØS-avtalen artikkel 31. Som nevnt i kapittel 5 ovenfor, er imidlertid hensynet til det norske verdipapirmarkedets sårbarhet, herunder viktigheten av børsens uavhengighet, nøytralitet og integritet, relevante allmenne hensyn som kan begrunne innskrenkninger i EØS-avtalens grunnleggende prinsipper. Tiltak som ivaretar allmenne hensyn må likevel ikke ha et omfang utover de hensyn som skal fremmes. Det må foretas en interesseavveining basert på proporsjonalitet.

Sammenlignet med dagens lovgivning, innebærer forslaget fra arbeidsgruppens flertall en vesentlig tilnærming i retning av prinsippene i EØS-avtalen artiklene 31 og 40. Forslaget til endring av børsloven § 35 bedrer muligheten for etablering av konkurrerende børser i det norske verdipapirmarkedet. Forslaget åpner i prinsippet for at én enkelt industriell aktør kan danne konkurrerende virksomhet. Etter dagens lovgivning må konkurrerende virksomhet i utgangspunktet etableres av minst 10 eiere i fellesskap. Dette kan ha bidratt til fravær av slike etableringer. Lovforslaget styrker således etableringsfriheten. Videre innebærer endringsforslaget at norske børser lettere kan inngå i større eierstrukturer. Dette er en tilnærming til prinsippet om fri flyt av kapital. Forslaget til lovfestede skjønnspremisser utgjør dessuten en skranke som bidrar til at det foretas en forholdsmessig tilpasning mellom virkemidler og de allmenne hensyn eierbegrensnings- og eierkontrollreglene skal ivareta.»

Til endringsforslaget knyttet til verdipapirregistre uttaler flertallet at også dette innebærer en tilnærming i retning av prinsippene i EØS-avtalens

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandeloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapirirområdet)

artikkel 31 og 40. Flertallet viser for øvrig til sin nærmere vurdering av endringsforslaget knyttet til børsforetak som vil få tilsvarende anvendelse for verdipapirregister.

Flertallet konkluderer med at de eierskapsbegrensingene som foreslås ikke vil være et uforholdsmessig inngrep i prinsippet om fri kapitalbevegelse, jf. EØS-avtalens artikkel 40. Heller ikke prinsippet om etableringsfrihet, jf. EØS-avtalens artikkel 31, vil etter arbeidsgruppens flertall krenkes.

Arbeidsgruppens mindretall, som i relasjon til alle typer infrastrukturforetak foreslår å begrense eierskapsreglene til en eierkontroll i form av en subjektiv egnethetsvurdering, er av den oppfatning at flertallets forslag om en absolutt eierbegrensning på 20 prosent for børser og verdipapirregister vil stå i fare for å bli utfordret av ESA.

3.8.1.3 Høringsinstansenes merknader

Ingen av høringsinstansene som har avgitt merknad har vesentlige kommentarer til arbeidsgruppens endringsforslag og forholdet til EØS-avtalens prinsipper om fri flyt av kapital og om etableringsretten.

OMX uttaler som støtte til flertallets endringsforslag at dette, sammenlignet med dagens regelverk vil samsvare bedre med den reguleringsform som EØS-retten innebærer.

Sparebankforeningen uttaler som støtte til mindretallets forslag at dette, sammenlignet med flertallets forslag vil samsvare best med EØS-retten.

3.8.1.4 Departementets vurderinger

Departementet kan slutte seg til arbeidsgruppens vurderinger. En endring av eierbegrensingsreglene i oppmykende retning vil legge til rette for økt kapitalflyt, og dermed redusere innskrenkningen i den frie kapitalbevegelse.

For oppgjørssentraler foreslår departementet å oppheve den absolutte eierbegrensningen slik at eierskap kun skal underlegges en subjektiv egnethetsvurdering på linje med den som i dag gjelder for regulerte markeder. Dette tilsvarer eierskapsreguleringen for oppgjørssentraler og regulerte markeder i Sverige, Danmark og Finland. Departementet legger til grunn at den restriksjonen en slik egnethetsvurdering representerer, ikke er problematisk i forhold til EØS-avtalen, og viser i den forbindelse blant annet til eierskapsreguleringen for regulerte markeder i MiFID artikkel 38.

For verdipapirregister og børs foreslår departementet å heve eierskapstaket fra 10 til 20 prosent,

samt å utvide adgangen til unntak for enkelte typer virksomheter. Dette vil styrke etableringsfriheten og i større grad enn tidligere legge til rette for fri flyt av kapital. Det vises til arbeidsgruppens nærmere vurderinger som departementet slutter seg til.

Forslaget til endringer i eierbegrensingsreglene for børs og verdipapirregistre innebærer fortsatt en innskrenkning i forhold til prinsippet om fri flyt av kapital. Begrunnelsen for innskrenkningen er behovet for å ivareta legitime allmenne interesser, det vil si å sikre infrastrukturforetakenes uavhengighet, nøytralitet og integritet. Departementet er av den oppfatning at det ville være vesentlig økt fare for tilliten til det norske verdipapirmarkedet om man skulle velge å gå lengre i oppmykningen av eierrestriksjonsreglene for børser og verdipapirregistre. At det kan være behov for eierskapsregler for enkelte typer foretak er også anerkjent innenfor EU-retten.

Som redegjort for under kapitlene 3.5.3.3 og 3.6.3.3 foreslår departementet en annen løsning enn arbeidsgruppen når det gjelder stemmerettsbegrensninger. Departementet finner det, i motsetning til arbeidsgruppen, nødvendig å videreføre regler om stemmerettsbegrensingsregler for børser og verdipapirregister. Dette for at eierbegrensingsreglenes formål i tilstrekkelig grad skal kunne virke etter sin hensikt. Departementet kan ikke se at en slik endring i forhold til arbeidsgruppens forslag har noen vesentlig betydning for vurderingen av om det samlede forslaget skal anses i tråd med EØS-regelverket eller ikke.

Oppmykningen vil innebære at det for oppgjørssentraler vil gjelde en tilsvarende situasjon som for regulerte markeder utenom børs. En slik løsning vil etter departementets oppfatning klart nok ikke være problematisk i forhold til EØS-avtalen forpliktelser. For børs og verdipapirregistre viser departementet til at en heving av eierskapstaket samt utvidelse av unntaksadgangen vil styrke etableringsfriheten og dessuten innebære en tilnærming til prinsippet om fri flyt av kapital. Det vises til arbeidsgruppens nærmere vurderinger som departementet slutter seg til.

3.8.2 Forholdet til sekundærlovgivningen

3.8.2.1 Innledning

Som nevnt under kapittel 3.2.3.3 stiller EUs sekundærlovgivning opp enkelte krav blant annet til eierskap i regulerte markeder. Den sentrale rettsakt er her direktiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter (MiFID). Direktivet inneholder

ikke tilsvarende regler om eierskap i verdipapirregistre eller oppgjørssentraler. Det finnes heller ingen annen sekundærlovgivning inntatt i EØS-avtalen som regulerer eierbegrensning i slike infrastrukturforetak. På denne bakgrunn vil kun de endringsforslag som knytter seg til regulerte markeder, herunder børs, være aktuelt å vurdere nærmere opp mot sekundærlovgivningen.

3.8.2.2 Arbeidsgruppens vurderinger

I arbeidsgruppens vurdering av om deres forslag til endrede eierbegrensingsregler for børs er i samsvar med kravene i sekundærlovgivningen, slås det innledningsvis fast at MiFID artikkel 38 i dag er implementert i børsloven § 17. Videre legges det til grunn at MIFID er et rammedirektiv som på en rekke punkter er forutsatt supplert med implementeringsdirektiver. Videre legger arbeidsgruppen til grunn at MiFID artikkel 38 utgjør minimumsregler. Medlemsstatene kan i utgangpunktet stille strengere krav enn det som fremgår av direktivet. På denne bakgrunn uttaler arbeidsgruppen at:

«[...] dagens eier- og stemmebegrensingsregler for børser ikke er i strid med MIFID artikkel 38. Av samme grunn vil heller ikke en eventuell oppmykning av dagens regelverk stride mot denne direktivforpliktelsen. En oppmykning vil innebære at regelverket for børser helt eller delvis nærmer seg de alminnelige reglene for regulerte markeder i børsloven § 17 jf. § 18. Dette vil altså innebære at man senker eierkontrollreglene ned mot minimumskravet i MiFID artikkel 38. Ut fra en «mer til mindre argumentasjon» vil derfor direktivet på dette punkt ikke utgjøre en skranke for arbeidsgruppens vurderinger, i alle fall så lenge regelverket ikke foreslås endret utover minimumsreglene i MiFID artikkel 38.»

3.8.2.3 Departementets vurderinger

Departementet kan slutte seg til arbeidsgruppens vurderinger og konklusjon. Departementet er i likhet med arbeidsgruppen av den oppfatning at MiFID artikkel 38 utgjør minimumsregler, og at det derfor ikke vil oppstå motstrid mellom

endringsforslaget for børs og denne direktivforpliktelsen.

3.8.3 Harmonisering av MiFID artikkel 38 og direktiv 2007/44?

Arbeidsgruppen viser i sin utredning til direktiv 2007/44/EF. I nevnte direktiv er egnethetsvurderingen for en rekke foretak i finanssektoren søkt koordinert ved uttømmende direktivbestemte kriterier. Dette gjelder blant annet MiFID artiklene 10, 10 a og 10 b om «investeringsselskaper», se direktiv 2007/44/EF artikkel 3. Reglene om «investeringsselskaper» ligger til grunn for EØS-reguleringen av norske verdipapirforetak.

Direktiv 2007/44/EF gjelder ikke for regulerte markeder og børser. Imidlertid har Kommisjonen varslet at det kan bli aktuelt å justere MiFID artikkel 38 i samsvar med endringene i MiFID artikkel 10 flg. Ved en slik justering vil så vel dagens eier- og stemmebegrensingsregler som de foreslåtte endringene måtte revideres.

Arbeidsgruppen har imidlertid foretatt uformelle sonderinger overfor Kommisjonen, og mottatt tilbakemelding som ikke tyder på at MiFID artikkel 38 i nær fremtid vil bli foreslått endret i samsvar med direktiv 2007/44/EF. Departementet er heller ikke kjent med at EU har planer om å justere MiFID artikkel 38 i samsvar med endringene i artikkel 10. Departementet viser til at en egnethetsvurdering etter nye MiFID artikkel 10, vil ha et langt snevrere rom for vurdering av erververens egnethet. Det vil for eksempel ikke på samme måte kunne legges vekt på hvorvidt ervervet vil kunne føre til uønskede virkninger for finansmarkedenes virkemåte. Departementet finner derfor ikke grunn til å se hen til endringene i MiFID artikkel 10 flg., ved utformingen av forslag til endrede eierskapsregler for infrastrukturforetak på verdipapirområdet. Etter departementets vurdering er disse reglene ikke nødvendigvis tilstrekkelige for å ivareta de hensyn som eierbegrensingsreglene er ment å ivareta, og departementet mener det derfor ikke er aktuelt med en harmonisering i retning av den egnethetsvurderingen som følger av EØS-regler som svarer til direktiv 2007/44/EF.

4 Økonomiske og administrative konsekvenser

4.1 Eierkontroll i finansinstitusjoner – gjennomføring av EØS-regler som svarer til direktiv 2007/44/EF

Finansdepartementet fremmer i denne lovproposisjonen forslag til endringer i finansieringsvirksomhetslovens regler om egnethetskontroll ved erverv av eierandeler i norske finansinstitusjoner. Dette er endringer som anses som nødvendige for at norsk rett skal være i samsvar med direktiv 2007/44/EF.

Gjennomføring av direktivet antas ikke å ha store økonomiske eller administrative konsekvenser for verken myndighetene eller næringslivet. Det antas imidlertid at myndighetenes rutiner ved konsesjonsbehandlingen må legges om noe, blant annet ved klarere krav til tidsfrist for Kredittilsynets tilråding overfor Finansdepartementet for å sikre forsvarlig saksbehandlingstid i besluttede myndighetsorgan.

4.2 Eierbegrensning og eierkontroll i infrastrukturforetak på verdipapirområdet (børs m.m.)

4.2.1 Innledning

Når det gjelder regulerte markeder og verdipapirregistre innebærer forslaget at erverv av eierandel som representerer minst 10 prosent av aksjekapitalen eller stemmene i slike foretak må meldes til Kredittilsynet. Tilsynet skal foreta en egnethetsvurdering. Departementet kan i særlige tilfeller gi dispensasjon dersom eierandelen overstiger 20 prosent av aksjekapitalen i børs eller verdipapirregister. Videre skal departementet behandle søknader i henhold til unntaksbestemmelsen i børsloven § 35 tredje ledd og verdipapirregisterloven § 5-3 tredje ledd, herunder foreta en egnethetsvurdering og kontroll av bakenforliggende eierskap og dets virksomhet.

Når det gjelder oppgjørssentraler innebærer forslaget at eierbegrensningsreglene oppheves. Kredittilsynet skal foreta en egnethetsvurdering ved erverv av eierandel som representerer minst 10 prosent av aksjekapitalen eller stemmene i et slikt foretak.

4.2.2 Økonomiske og administrative konsekvenser for det offentlige

Departementet antar at forslaget kun i beskjeden grad vil medføre økt ressursbruk for det offentlige. Nærmere regler om hvilke opplysninger søknad etter børsloven § 35 og verdipapirregisterloven § 5-3 skal inneholde og de nærmere kriterier for skjønnsutøvelse antas å bidra til effektivisering av saksbehandlingen. Behovet for økt ressursbruk vil både avhenge av søknadmengden og av de ressurser som en forsvarlig behandling av den enkelte sak vil kreve. Forlaget om opphevelse av eierbegrensinger i oppgjørssentraler antas å redusere ressursbruken noe i forhold til i dag da det ikke lenger vil være nødvendig å vurdere dispensasjoner fra hovedregelen om eierskapstak på 20 prosent. Departementet venter ikke at den økte ressursbruken vil være av en slik størrelsesorden at det vil få budsjettmessige konsekvenser.

4.2.3 Økonomiske og administrative konsekvenser for private aktører

For infrastrukturforetakene synes konsekvensen å være begrenset, da lovforslaget ikke pålegger disse vesentlig endrede rammevilkår.

Heller ikke for eierne vil forslaget medføre umiddelbare konsekvenser for eierskapet. Forslaget er i samsvar med dagens dispensasjonspraksis for børs og verdipapirregistre, jf. børsloven § 35 første ledd siste punktum og verdipapirregisterloven § 5-3 første ledd siste punktum. Slik sett vil ikke endringsforslaget medføre krav til endringer av eksisterende eierforhold før dispensasjonstiden utløper. Dertil kommer at eier med eierandel under 20 prosent i børs eller verdipapirregister kan videreføre sitt eierskap på varig basis i medhold av forslaget til verdipapirregisterloven § 5-3 første ledd og børsloven § 35 første ledd. Unntaket i de samme lovbestemmelsen tredje ledd medfører dessuten at særskilte grupper foretak etter søknad kan kjøpe seg opp over 20 prosent i børs og verdipapirregister, forutsatt at det gis tillatelse fra departementet.

Alle eiere av oppgjørssentraler i dag har dispensasjon fra eierbegrensningsreglene. Forslaget

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsløven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandelloven mv.
(eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapiriområdet)

innebærer at dagens eierforhold i oppgjørssentra-
ler ikke lenger trenger dispensasjoner for å kunne
videreføres.

5 Merknader til de enkelte bestemmelsene

5.1 Lov 10. juni 1988 nr. 40 om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner (finansieringsvirksomhetsloven)

Til § 2-2 Erverv av eierandeler i finansforetak mv.

I tråd med direktivet innføres det i første og annet ledd en sontring mellom forhåndsmelding av erverv eller økning av kvalifisert eierandel og at gjennomføring av erverv krever tillatelse gitt av departementet. Bestemmelsen i § 2-2 viderefører og videreutvikler todelingen mellom eierkontroll ved erverv ved eierandeler og eierkontroll ved konsesjonstildeling som fremgår av dagens regler i finansieringsvirksomhetsloven.

Første ledd gjelder forhåndsmelding av erverv av kvalifisert eierandel i en finansinstitusjon. Slik forhåndsmelding skal sendes Kredittilsynet. Hva som er å anse som kvalifisert eierandel følger av tredje punktum.

Annet ledd første punktum stiller krav om at det skal gis tillatelse etter lovens §§ 2-4 og 2-5 før erverv som nevnt i første ledd kan gjennomføres.

Tredje ledd bygger på gjeldende § 2-2 annet ledd annet punktum.

Fjerde ledd bygger på gjeldende § 2-2 fjerde ledd.

Femte ledd bygger på gjeldende § 2-2 tredje ledd. Det følger av første punktum at ved beregning av eierandeler inkluderes ikke eierandeler eller stemmeretter som er overtatt av en kredittinstitusjon eller et verdipapirforetak som følge av fulltegningsgaranti, forutsatt at disse ikke brukes til å utøve innflytelse i institusjonen, og blir avhendet innen ett år etter overtakelsen. Hvis disse kravene ikke oppfylles regnes eierandeler eller stemmeretter med ved beregningen av eierandelen.

Sjette ledd inneholder en generell forskriftshjemmel som avløser gjeldende § 2-2 sjette ledd og § 2-3 tredje ledd.

Til § 2-3 Saksbehandlingsregler

Bestemmelsen er ny. Dette har sin bakgrunn i at direktivet artikkel 19 inneholder utførlige regler om myndighetenes saksbehandling.

Krav til meldingens innhold følger av første og annet ledd. Det legges opp til at departementet kan gi nærmere regler om innholdet i forskrift.

Frister for myndighetenes saksbehandling følger av tredje ledd. Bestemmelsen gjennomfører fristene for vedtak i direktiv 2007/44/EF artikkel 19(2) og 19(3). Etter første punktum skal spørsmålet om tillatelse etter § 2-2 annet ledd avgjøres innen 60 arbeidsdager.

Fjerde ledd fastsetter at det ikke skal skje ugrunnet forskjellsbehandling dersom to eller flere erververe har gitt melding om erverv av eierandeler i samme finansinstitusjon.

Til § 2-4 Egnethetsvurdering mv.

Utkastet § 2-4 bygger på gjeldende § 2-3.

Første ledd angir de sentrale tema som myndighetene skal vurdere ved avgjørelsen om det skal gis tillatelse etter § 2-2 annet ledd eller ikke.

Annet ledd inneholder en liste over momenter det særlig skal legges vekt på ved vurderingen etter første ledd. Momentlisten er ikke uttømmende, men i samsvar med direktivet er det begrensninger for hvilke momenter som kan vektlegges utover de som er oppregnet.

Til § 2-5 Tillatelsen

I forhold til gjeldende finansieringsvirksomhetslov er § 2-5 helt ny. Gjeldende bestemmelser i § 2-5 foreslås opphevet, da utkastet § 2-2 fjerde og femte ledd dekker slike forhold.

Paragrafen regulerer departementets vedtak og innholdet i selve tillatelsen.

Tredje ledd første punktum fastsetter at det kan settes vilkår for tillatelsen.

Fjerde ledd er en konsekvens av saksbehandlingsfristen som er fastsatt i § 2-3 tredje ledd. Overskrider myndighetene vurderingsfristen, skal tillatelse anses å være gitt.

Til § 2-6 Konsolidering av eierandeler

I forhold til gjeldende finansieringsvirksomhetslov § 2-6, er det gjort endringer i første ledd. Endringene i første ledd dreier seg om redaksjonelle end-

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandeloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapirirområdet)

ringer som er utformet etter forbilde av lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel § 2-5.

Til § 3-3 femte ledd første punktum

Direktivet gjør ikke endringer i gjeldende regler om eierkontroll ved konsesjonstildelingen. I tidligere EU-regler var egnethetsvurderingene ved henholdsvis konsesjonstildeling og erverv av eierandeler basert på de samme kriterier. Bestemmelsen viser av den grunn i dag til egnethetsvurderingen i finansieringsvirksomhetsloven § 2-3. For å markere det skillet direktiv 2007/44/EF medfører her, gis bestemmelsen en ordlyd uten henvisning til finansieringsvirksomhetsloven § 2-3.

Til § 5-2 tredje ledd

Bestemmelsen om tvangssalg er utvidet til også å gjelde ved tilbakekall av tillatelse etter forslaget § 2-5 fjerde ledd. Videre er det tilføyd et nytt femte ledd som gjennomfører direktivet artikkel 21(2).

5.2 Lov 24. mai 1961 nr. 2 om forretningsbanker

Til § 8a tredje ledd første punktum

Direktivet gjør ikke endringer i gjeldende regler om eierkontroll ved konsesjonstildelingen. I tidligere EU-regler var egnethetsvurderingene ved henholdsvis konsesjonstildeling og erverv av eierandeler basert på de samme kriterier. Bestemmelsen viser av den grunn i dag til egnethetsvurderingen i finansieringsvirksomhetsloven § 2-3. For å markere det skillet direktiv 2007/44/EF medfører her gis bestemmelsen en ordlyd uten henvisning til finansieringsvirksomhetsloven § 2-3.

5.3 Lov 10. juni 2005 nr. 44 om forsikringsselskaper, pensjonsforetak og deres virksomhet

Til § 2-1 første ledd annet punktum

Direktivet gjør ikke endringer i gjeldende regler om eierkontroll ved konsesjonstildelingen. I tidligere EU-regler var egnethetsvurderingene ved henholdsvis konsesjonstildeling og erverv av eierandeler basert på de samme kriterier. Bestemmelsen viser av den grunn i dag til egnethetsvurderingen i finansieringsvirksomhetsloven § 2-3. For å markere det skillet direktiv 2007/44/EF medfører her gis bestemmelsen en ordlyd uten henvisning til finansieringsvirksomhetsloven § 2-3.

5.4 Lov 29. juni 2007 nr. 74 om regulerte markeder (børsloven)

Til § 17 Eierkontroll

Femte ledd

Formålet med nytt femte ledd er å unngå dobbeltbehandling der hvor erververen ved en eller en sammenhengende rekke transaksjoner øker eierskapet fra under fra under en betydelig eierandel til slik eierandel som krever tillatelse etter børsloven § 35 tredje ledd. Den prosedyre og egnethetsvurdering som da følger av § 35 tredje ledd er tilstrekkelig til å ivareta kravene i MiFID artikkel 38 og de øvrige hensyn børsloven § 17 skal ivareta. I en slik situasjon konsumerer således § 35 tredje ledd meldeplikten og egnethetsvurderingen i § 17.

Ved reduksjon av eierandel fra de grenser som er nevnt i § 35 tredje ledd til under en betydelig eierandel vil det på tilsvarende vis være tilstrekkelig å sende én melding til departementet.

Til § 35 Eierbegrensninger

Første ledd

I første punktum endres den alminnelige eierbegrensningen fra 10 til 20 prosent. Det vises til kapittel 3.5.3.2.

Tredje punktum endres for å understreke at dispensasjoner fra den generelle eierbegrensningsregelen skal være tidsbegrenset. Dette er for øvrig i samsvar med dagens praksis hvor det kun er gitt tidsbestemte dispensasjoner.

Annet ledd

Kravet til hvor holdingselskapets hovedkontor har sin beliggenhet endres fra «Norge» til «EØS-stat». Lovgivningen bør tilstrebe å ikke diskriminere på nasjonalt grunnlag innen rammen av EØS, jf. EØS-avtalen artikkel 4. Videre endres datterselskapenes virksomhetsbeskrivelse. Det er hensiktsmessig at virksomhetsbeskrivelsen i § 35 annet og tredje ledd er sammenfallende. Se nærmere om virksomhetsbeskrivelsen i merknadene til tredje ledd.

Tredje ledd

Bestemmelsen er omtalt under kapittel 3.5.3.4. Bestemmelsen angir et unntak fra den alminnelige eierbegrensning på 20 prosent for en nærmere angitt gruppe foretak. I slike tilfeller gjelder i stedet en særskilt prosedyre for vurdering av eierens egnethet.

Unntaksbestemmelsens *virkeområde* er begrenset til å gjelde «foretak som i det vesentlig-

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandeloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapirirområdet)

ste driver eller eier regulert marked, liknende markeds plass eller tilknyttet infrastrukturvirksomhet». Unntaket tar sikte på å foreta en positiv angivelse av en gruppe foretak – norske eller utenlandske – hvis eierinnflytelse i børs neppe vil legge til rette for den type interessekonflikter som begrunner den alminnelige eierbegrensingsregel.

Når det gjelder *formen for myndighetskontroll*, innebærer bestemmelsen at erverv bare kan gjennomføres etter særskilt forhåndstillatelse fra konsesjonsmyndigheten. På denne måten legges til rette for at erververens egnethet vurderes før eventuelle erverv foretas, slik at en unngår at det legges et uheldig press på konsesjonsmyndigheten i retning av å godta et allerede gjennomført erverv.

Det er naturlig at skjønnsutøvelsen i denne type saker i utgangspunktet foretas av departementet, jf. nedenfor om de enkelte skjønnsmomenter. Departementet vil imidlertid kunne delegerer sin myndighet til Kredittilsynet i den grad dette finnes hensiktsmessig.

Det sentrale *skjønnsstema for myndighetenes eierkontroll*, vil være om eieren finnes «egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av børsen». Det foreslås å lovfeste de mest sentrale skjønnsmomenter som vil kunne inngå i en slik vurdering, bl.a. for å gi aktørene en større forutberegnlighet enn et system hvor det ikke fremgår på forhånd hvilke forhold myndighetene særlig vil legge vekt på ved vurderingen av en søknad. De nærmere skjønnsmomenter er de følgende:

- «Eierens tidligere handlemåte»: dette momentet forutsetter at erververen gjennom tidligere handlinger har vist seg skikket til å eie den omsøkte eierandel i en børs. Eksempelvis vil brudd på sentrale spilleregler på verdipapirmarkedet kunne virke diskvalifiserende etter dette momentet.
- «Eierens tilgjengelige økonomiske ressurser og hensynet til forsvarlig virksomhet»: disse momentene knytter seg også til mer subjektive forhold hos erverver, og forutsetter bl.a. en vurdering av erververens økonomiske bæreevne og vedkommendes mulige bidrag til en forsvarlig drift av børsen.
- «Om eierskapet vil kunne føre til uønskede virkninger for finansmarkedenes virkemåte»: dette momentet retter oppmerksomheten mot strukturelle konsekvenser av ervervet. Etter omstendighetene kan det være relevant å se hen til ervervets konsekvenser for finansmarkedets virkemåte, og av hensyn til aktørenes forutberegnlighet bør det derfor lovfestes en retningslinje om dette. Dette hensynet vil nok

bare få selvstendig betydning i helt spesielle tilfeller.

- «Konkurransmessige forhold på det relevante markedet»: dette momentet vil ikke begrense de alminnelige konkurransemyndigheters kompetanse. I stedet klargjøres at også konsesjonsmyndighetene etter finanslovgivningen vil kunne ta hensyn til eierskapets eventuelle konsekvenser på konkurransen på det relevante markedet.
- «Muligheten for å utøve et effektivt tilsyn, herunder om det er etablert samarbeid med tilsynsmyndighetene i eierens hjemland»: dersom eieren er hjemmehørende i et annet EØS-land, vil dette momentet ha liten selvstendig betydning. Dersom eieren kommer fra land utenfor EØS, vil det imidlertid være av sentral betydning at det er etablert et betryggende samarbeid med tilsynsmyndighetene i vedkommende land.
- «Om eierskapet vil kunne påvirke rettigheter og plikter for aktørene på vedkommende børs»: en børs kan fastsette egne regler og forretningsvilkår som supplerer de nasjonale børs- og verdipapirreglene. Det vil i den forbindelse være relevant å vurdere om eierskapet på noen måte vil kunne virke negativt på utstedere på vedkommende børs, og/eller børsmedlemmenes eller investorenes virksomhet. Det antas at dette momentet kun vil ha selvstendig betydning i forhold til eiere som kommer fra land utenfor EØS.
- «Om den bakenforliggende eierstruktur hos eieren er i samsvar med de hensyn som ivaretas i denne bestemmelse»: dersom en norsk børs kjøpes av et utenlandsk børsforetak som igjen eies av en stor aktør i finansmarkedet, kan eierskapet bidra til å svekke tilliten til den norske børsen. Dette momentet klargjør at slike forhold knyttet til det bakenforliggende eierskapet vil måtte stå sentralt i egnethetsvurderingen.

Den særskilte egnethetsvurderingen *utløses ved erverv av mer enn 20 %* av aksjene i børsen. Tilsvarende vil gjelde ved erverv som medfører at eierandelen overstiger 1/3, 1/2, 2/3 eller 9/10 av aksjene. Disse øvrige grenser angir således hvor mye en erverver skal kunne øke en allerede vesentlig eierandel uten å måtte underlegges ny eierkontroll. Det vil kunne settes tidsfrister for gjennomføringen av ervervet.

Sjette ledd

Forskriftshjemmelen i sjette ledd vil bl.a. kunne benyttes for å fastsette nærmere krav til søknadens

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandeloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapirområdet)

innhold og eventuelle frister for gjennomføring av erverv som nevnt i tredje ledd. Det vises i den forbindelse til forskrift 18. desember 2003 nr. 1639 om eierkontroll i finansinstitusjoner, hvor tilsvarende utfyllende regler gis for eierkontrollreglene i finansieringsvirksomhetsloven.

Til § 36 Stemmerettsbegrensninger

Første ledd

Grenseverdiene i bestemmelsen justeres i tråd med forslaget til forhøyet eierskapstak i børsloven § 35 første ledd. Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 3.5.3.3.

Annet ledd

Bestemmelsen er en videreføring av gjeldende annet ledd. I de tilfellene der loven åpner for en eierandel utover 20 prosent skal heller ikke stemmerettsbegrensningene i første ledd komme til anvendelse.

5.5 Lov 5. juli 2002 nr. 64 om registrering av finansielle instrumenter (verdipapirregisterloven)

Til § 5-2 Eierkontroll

Paragrafen er ny, og er en konsekvens av at det foreslås en heving av det generelle eierskapstaket fra 10 prosent til 20 prosent. Paragrafen tilsvarer børsloven § 17.

Første ledd

Den som erverver en eierandel i intervallet mellom 10 prosent og 20 prosent i et verdipapirregister må før gjennomføringen av ervervet sende melding om dette til Kredittilsynet. Bestemmelsen er omtalt under kapittel 3.6.3.2.

Annet ledd

Bestemmelsen definerer betydelig eierandel. Ved vurderingen av om en eierandel er betydelig, skal også aksjer som eies av personer som skal identifiseres med aksjeeieren etter konsolideringsbestemmelsen i § 5-5 regnes med

Tredje ledd

Kredittilsynet skal innen tre måneder fra melding er mottatt nekte gjennomføring av slikt erverv dersom vedkommende aksjeeier ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket. Bestemmelsen angir en subjektiv egnethetsvurdering.

Fjerde ledd

Det skal også gis melding til Kredittilsynet ved avhendelse som medfører at en aktuell eierandel reduseres slik at den ikke lenger regnes som betydelig.

Femte ledd

Formålet med bestemmelsen er å unngå dobbelt saksbehandling der hvor erververen ved en eller en sammenhengende rekke transaksjoner øker eierskapet fra under en betydelig eierandel til slik eierandel som krever tillatelse etter verdipapirregisterloven § 5-3 tredje ledd. Den prosedyre og egnethetsvurdering som da følger av § 5-3 tredje ledd er tilstrekkelig til å ivareta de hensyn verdipapirregisterloven § 5-2 skal ivareta. I en slik situasjon konsumerer således § 5-3 tredje ledd meldepikten og egnethetsvurderingen i § 5-2. Ved reduksjon av eierandel fra de grenser som er nevnt i § 5-3 tredje ledd til under en betydelig eierandel vil det på tilsvarende vis være tilstrekkelig å sende én melding til departementet.

Til § 5-3 Eierbegrensninger

Første ledd

I første punktum endres den alminnelige eierbegrensningen fra 10 til 20 prosent. Det vises til omtale i kapittel 3.6.3.2.

Tredje punktum endres for å understreke at dispensasjoner fra den alminnelige eierbegrensningsregelen skal være tidsbegrenset. Dette er for øvrig i samsvar med dagens praksis hvor det kun er gitt tidsbestemte dispensasjoner.

Annet ledd

Kravet til hvor holdingselskapets hovedkontor har sin beliggenhet endres fra «Norge» til «EØS-stat». Lovgivningen bør tilstrebe å ikke diskriminere på nasjonalt grunnlag innen rammen av EØS, jf. EØS-avtalen artikkel 4. Videre endres datterselskapenes virksomhetsbeskrivelse. Det er hensiktsmessig at virksomhetsbeskrivelsen i § 5-3 annet og tredje ledd er sammenfallende. Se nærmere om virksomhetsbeskrivelsen under merknadene til § 5-3 tredje ledd.

Tredje ledd

Bestemmelsen er omtalt i kapittel 3.6.3.4. Bestemmelsen angir et unntak fra den alminnelige eierbegrensning på 20 prosent for en særskilt gruppe foretak. I slike tilfeller gjelder i stedet en særskilt prosedyre for vurdering av eierens egnethet. Bestemmelsen bygger på den tilsvarende bestemmelse i børsloven § 35 tredje ledd.

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandeloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapirirområdet)

Unntaksbestemmelsens *virkeområde* er begrenset til å gjelde «foretak som i det vesentligste driver eller eier verdipapirregister, liknende registerfunksjoner eller tilknyttet infrastrukturvirksomhet». Unntaket tar sikte på å foreta en positiv angivelse av en gruppe foretak – norske eller utenlandske – hvis eierinnflytelse i verdipapirregister neppe vil legge til rette for den type interessekonflikter som begrunner den alminnelige eierbegrensningsregel.

Når det gjelder *formen for myndighetskontroll*, innebærer bestemmelsen at erverv bare kan skje etter særskilt forhåndstillatelse fra konsesjonsmyndigheten. På denne måten legges til rette for at erververens egnethet vurderes før eventuelle erverv, slik at en unngår at det legges et uheldig press på konsesjonsmyndigheten i retning av å godta et allerede gjennomført erverv.

Det er naturlig at skjønnsutøvelsen i denne type saker i utgangspunktet foretas av departementet. Departementet vil imidlertid kunne delegerer sin myndighet til Kredittilsynet i den grad dette finnes hensiktsmessig.

Det sentrale *skjønnsstema for myndighetenes eierkontroll*, vil være om eieren finnes «egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av verdipapirregisteret». Innholdet i denne egnethetsvurderingen er omtalt i de alminnelige merknadene i kapittel 3.6.3.4. Det vises dessuten til merknadene til de lovfestede skjønnsmomentene i børsloven § 35 tredje ledd som vil gjelde tilsvarende. Den særskilte egnethetsvurderingen *utløses ved erverv av mer enn 20 %* av aksjene i registeret. Tilsvarende vil gjelde ved erverv som medfører at eierandelen overstiger 1/3, 1/2, 2/3 eller 9/10 av aksjene, som gir eieren særlige rettigheter etter allmennaksjeloven. Disse øvrige grenser angir således hvor mye en erverver skal kunne øke en allerede vesentlig eierandel uten å måtte underlegges ny eierkontroll. Det vil kunne settes tidsfrister for gjennomføringen av ervervet.

Fjerde og femte ledd

Bestemmelsene er en videreføring av gjeldende § 5-2 femte og sjette ledd

Sjette ledd

Forskriftshjemmelen i sjette ledd vil bl.a. kunne benyttes for å fastsette nærmere krav til søknadens innhold og eventuelle frister for gjennomføring av erverv som nevnt i tredje ledd. Det vises i den forbindelse til forskrift 18. desember 2003 nr. 1639 om eierkontroll i finansinstitusjoner, hvor tilsvarende utfyllende regler gis for eierkontrollreglene i finansieringsvirksomhetsloven.

Til § 5-4 Stemmerettsbegrensninger

Første ledd

Bestemmelsen er en videreføring av gjeldende § 5-3 første ledd bortsett fra grenseverdiene som er justert i tråd med forslaget til forhøyet eierskaps-tak. Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 3.6.3.3.

Annet ledd

Bestemmelsen er en videreføring av gjeldende § 5-3 annet ledd. I de tilfellene der loven åpner for en eierandel utover 20 prosent skal heller ikke stemmerettsbegrensningene i første ledd komme til anvendelse.

Til § 5-5 Konsolidering av eierandeler

Bestemmelsen viderefører i hovedsak gjeldende § 5-4. Endringene i lovtteksten er i utgangspunktet av lovteknisk karakter. Konsolideringsbestemmelsen endres i samsvar med tilsvarende regler i børsloven § 37, jf. verdipapirhandeloven § 2-5.

Endringen vil innebære en utvidelse av gjeldende virkeområde ved at også en konsernspiss som ikke er et allmennaksjeselskap omfattes, se gjeldende § 5-4 nr. 3 og 4 sammenholdt med verdipapirhandeloven § 2-5 nr. 3 og 4. Dertil kommer at bestemmelsen i gjeldende § 5-4 nr. 5 utvides fra å omfatte rettigheter «som aksjeeier» til å omfatte rettigheter «som eier av et finansielt instrument». Disse utvidelsene vil forebygge omgåelser og således styrke konsolideringsreglenes funksjon.

5.6 Lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandel- loven)

Til § 13-1 Vilkår for å drive virksomhet som oppgjørssentral (clearingsentral)

Fjerde ledd

Bestemmelsens fjerde ledd, nytt tredje punktum, gir departementet forskriftshjemmel til å fastsette nærmere regler til utfylling av fjerde ledd. Fjerde ledd første punktum gir anvisning på en subjektiv egnethetsvurdering av eier dersom eierskapet overstiger 10 prosent i oppgjørssentralen. Utfyllende regler i forskrift vil eksempelvis kunne knytte seg til innholdet i denne subjektive egnethetsvurderingen, herunder til hvordan egnethetsvurderingen kan differensieres avhengig av hvilke type oppgjørsvirksomhet som drives i det konkrete tilfelle. Det vises for øvrig til de alminnelige merknadene i kapittel 3.7.3.

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsløven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandelloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapiriområdet)

Syvende ledd

Eierbegrensningsregelen i syvende ledd oppheves. Konsekvensen er at ethvert eierskap fra «betydelig eierandel» og oppover blir undergitt egnethetsvurdering etter § 13-1 fjerde ledd. Eiere som i dag er gitt dispensasjon etter § 13-1 syvende ledd andre punktum kan videreføre sitt eierskap uten ytterligere melding. Melding og egnethetsvurdering skal allerede være foretatt ved disse eieres tidligere erverv, jf. § 13-1 fjerde ledd.

5.7 Ikrafttredelse mv.

Det foreslås at lovendringene skal tre i kraft fra den tid Kongen bestemmer. Departementet legger

videre opp til at Kongen gis adgang til å gi overgangsregler.

Finansdepartementet

tilrår:

At Deres Majestet godkjenner og skriver under et framlagt forslag til proposisjon til Stortinget om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsløven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandelloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapiriområdet).

Vi **HARALD**, Norges Konge,

stadfester:

Stortinget blir bedt om å gjøre vedtak til lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsløven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandelloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapiriområdet) i samsvar med et vedlagt forslag.

Forslag

til lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandeloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapirområdet)

I

I lov 10. juni 1988 nr. 40 om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner (finansieringsvirksomhetsloven) gjøres følgende endringer:

§ 2-2 skal lyde:

§ 2-2 Erverv av eierandeler i finansforetak mv.

(1) Erverv som vil medføre at erververen blir eier av en kvalifisert eierandel i en finansinstitusjon, kan ikke gjennomføres uten at det på forhånd er sendt melding etter § 2-3 til Kredittilsynet. Det samme gjelder erverv som vil medføre at en kvalifisert eierandel økes slik at den vil utgjøre eller overstige henholdsvis 20, 30 eller 50 prosent av kapitalen eller stemmene i finansinstitusjonen, eller slik at eierandelen gir bestemmende innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-3 og allmennaksjeloven § 1-3 i finansinstitusjonen. Som kvalifisert eierandel regnes en eierandel som representerer 10 prosent eller mer av kapitalen eller stemmene i finansinstitusjonen, eller som for øvrig gir adgang til å utøve en vesentlig innflytelse i ledelsen av foretaket og dets virksomhet.

(2) Erverv av eierandel i finansinstitusjon som omfattes av første ledd, kan bare gjennomføres i henhold til tillatelse gitt av departementet etter reglene i §§ 2-4 og 2-5. Erverv som foretas av to eller flere erververe etter samråd, regnes som ett erverv.

(3) Enhver som vil avhende en kvalifisert eierandel, eller redusere den så meget at eierandelen deretter er mindre enn en prosentvis grense som er nevnt i første ledd, skal gi melding om dette til Kredittilsynet.

(4) En eiers samlede eierandel beregnes ut fra de eierandeler denne direkte eller indirekte eier og vil bli eier av ved ervervet, samt i tillegg:

a) eierandeler som denne etter avtale har rett til å erverve på eget initiativ,

b) eierandeler som denne etter avtale har rett til å utøve stemmerett for, unntatt stemmerettsfullmakt som nevnt i aksjeloven § 5-2 og allmennaksjeloven § 5-2 når det ikke er gitt vederlag for fullmakten, og

c) eierandeler som en person som omfattes av § 2-6, eier eller har rett til å erverve eller utøve stemmeretten for.

(5) Ved beregning av eierandeler omfattes ikke eierandeler eller stemmeretter som er overtatt av en kredittinstitusjon eller et verdipapirforetak som følge av fulltegningsgaranti, forutsatt at disse ikke brukes til å utøve innflytelse i institusjonen og blir avhendet innen ett år etter overtakelsen. Heller ikke eierandeler eller stemmeretter ervervet ved avtale som er betinget av tillatelse etter finanslovgivningen omfattes, med mindre avtalen innebærer at:

a) eierne gis rett til vederlag på mer enn 5 prosent av markedsverdien av eierandelene på tilbudstidspunktet,

b) eierne gis rett til lån fra tilbyderer, eller

c) eiernes rett til å utøve stemmerettigheter knyttet til aksjene begrenses.

(6) Departementet kan gi forskrift til utfylling, gjennomføring og avgrensning av bestemmelsene i §§ 2-2 til 2-6, herunder regler med retningslinjer for egnethetsvurderingen etter § 2-4. Departementet kan også gi forskrift om plikt for finansinstitusjoner til å gi melding om eiere som har kvalifiserte eierandeler i institusjonen, og om plikt for juridiske personer som har kvalifiserte eierandeler i en finansinstitusjon til å gi melding om hvem som inngår i styret og ledelsen.

§ 2-3 skal lyde:

§ 2-3 Saksbehandlingsregler

(1) Melding etter § 2-2 første ledd skal angi størrelsen på den eierandel det tas sikte på å erverve, og størrelsen av den samlede eierandel i finansinstitusjonen etter ervervet. Meldingen skal opplyse om de

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandeloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapirirområdet)

forhold som vil være av betydning ved beregningen av eierens samlede eierandel etter reglene i § 2-2.

(2) Meldingen skal også inneholde de opplysninger som vil være av betydning ved vurderingen av om tillatelse skal gis. Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om innholdet av meldingen.

(3) Spørsmålet om det skal gis tillatelse etter § 2-2 annet ledd, skal avgjøres innen en periode på 60 arbeidsdager, regnet fra det tidspunktet Kredittilsynet har bekreftet å ha mottatt meldingen (vurderingsperioden). Har departementet eller Kredittilsynet før det er gått 50 arbeidsdager fremsatt skriftlig krav om ytterligere opplysninger, avbryter kravet vurderingsperioden i tiden inntil svaret fra erververen er mottatt, men ikke i mer enn 20 arbeidsdager, eller i mer enn 30 arbeidsdager hvis erververen ikke er undergitt tilsyn eller er hjemmehørende utenfor EØS-området. Andre krav om ytterligere opplysninger er uten virkning for lengden av vurderingsperioden.

(4) Har to eller flere erververe gitt melding etter § 2-2 første ledd om erverv av eierandeler i samme finansinstitusjon, skal det ikke skje ugrunnet forskjellsbehandling.

§ 2-4 skal lyde:

§ 2-4 Egnethetsvurdering mv.

(1) Ved avgjørelsen av om tillatelse skal gis etter § 2-2 annet ledd, skal departementet ut fra behovet for å sikre forsvarlig og betryggende ledelse av finansinstitusjonen og dennes virksomhet og i betraktning av den grad av innflytelse som erververen som eier vil kunne utøve i institusjonen etter ervervet, foreta en vurdering av erververens egnethet som innehaver av sin samlede eierandel etter ervervet, og av om ervervet av eierandelen er finansielt betryggende for institusjonens nåværende og fremtidige virksomhet.

(2) Ved vurdering etter første ledd skal departementet særlig ta i betraktning:

- a) erververens alminnelige omdømme, faglige kompetanse, erfaring og tidligere handlemåte i forretningsforhold,
- b) alminnelige omdømme, faglige kompetanse, erfaring og tidligere handlemåte i forretningsforhold hos personer som etter ervervet vil inngå i styret eller ledelsen av institusjonens virksomhet,
- c) ved anvendelsen av bokstav a) og b) skal det tas i betraktning om erververen vil kunne bruke den innflytelse eierandelen gir, til å oppnå fordeler for egen eller tilknyttet virksomhet, eller indirekte øve innflytelse på annen næringsvirksomhet, samt om ervervet vil kunne føre til at institusjonens uavhengighet i forhold til andre næringslivsinteresser blir svekket,

d) om erververens økonomiske situasjon og tilgjengelige økonomiske ressurser er betryggende, særlig sett i forhold til de former for virksomhet som institusjonen driver eller må antas å engasjere seg i etter ervervet, samt om erververen og dennes virksomhet er undergitt finansielt tilsyn,

e) om finansinstitusjonen er og fortsatt vil være i stand til å oppfylle soliditets- og sikkerhetskrav og andre tilsynskrav som følger av finanslovgivningen,

f) om eierforholdene i institusjonen etter ervervet eller særlige bindinger mellom erververen og en tredjeperson vil vanskeliggjøre effektivt tilsyn med institusjonen, særlig om den gruppe institusjonen vil inngå i etter ervervet, er organisert på en slik måte at det ikke vanskeliggjør forsvarlig tilsyn, herunder effektiv utveksling av informasjon og fordeling av tilsynsoppgaver mellom berørte tilsynsmyndigheter,

g) om det er grunn til å anta at det i forbindelse med ervervet foregår eller blir gjort forsøk på hvitvasking av penger eller finansiering av terrorvirksomhet, eller at ervervet vil øke risikoen for dette.

§ 2-5 skal lyde:

§ 2-5 Tillatelsen

(1) Departementet gir tillatelse etter § 2-2 annet ledd i den utstrekning departementet finner at erververen tilfredsstillende kriteriene som nevnt i § 2-4. Tillatelsen skal angi størrelsen av den eierandelen som kan erverves i henhold til tillatelsen.

(2) Departementet skal ikke gi tillatelse til ervervet dersom departementet finner at det er rimelig grunnlag for tvil om erververens egnethet som innehaver av den samlede eierandelen etter ervervet, eller at det er grunnlag for tvil om de finansielle forhold etter ervervet vil være betryggende for institusjonens nåværende og fremtidige virksomhet. Departementet skal heller ikke gi tillatelse til ervervet dersom plikten til å gi melding etter § 2-2 første ledd, jf. § 2-3 første ledd, ikke er oppfylt, eller dersom opplysninger fremlagt av erververen er ufullstendige eller viser seg å være uriktige. Erververen skal i tilfelle gis skriftlig underretning med begrunnelsen for vedtaket.

(3) Det kan settes vilkår for tillatelsen, herunder tidsfrist for gjennomføringen av ervervet. Det kan ikke settes som vilkår at en eierandel av en fastsatt minste størrelse må være ervervet før fristens utløp.

(4) Er spørsmålet om tillatelse ikke avgjort innen utløpet av vurderingsperioden etter § 2-3 tredje ledd, skal tillatelse anses gitt til erverv av den

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandeloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapirirområdet)

eierandelen som er angitt i meldingen til Kredittilsynet etter § 2-2 første ledd.

(5) *Departementet kan tilbakekalle en tillatelse dersom det er grunn til å anta at innehaveren utviser slik handlemåte at forutsetningene for tillatelse ikke lenger er til stede. For øvrig kan tillatelse tilbakekalles etter alminnelige forvaltningsrettslige prinsipper.*

§ 2-6 skal lyde:

§ 2-6 Konsolidering av eierandeler

(1) Like med en eiers egne eierandeler regnes eierandeler som nevnt i § 2-2 fjerde og femte ledd og som direkte eller indirekte eies eller overtas av:

- a) *eierens ektefelle eller person som eieren har felles husholdning med,*
- b) *eierens mindreårige barn, samt mindreårige barn til person omfattet av bokstav a som eieren bor sammen med,*
- c) *selskap innen samme konsern som eieren,*
- d) *selskap hvor eieren alene eller sammen med personer som nevnt i bokstav a, b og e har slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-3 og allmennaksjeloven § 1-3, og*
- e) *noen som det må antas eieren har forpliktende samarbeid med, når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som aksjeeier.*

(2) *Departementet avgjør i tvilstilfelle om eierandeler som eieren ikke selv eier, skal likestilles med egne eierandeler etter reglene i første ledd.*

§ 3-3 sjettede ledd skal lyde:

Søknad om tillatelse etter første ledd skal nektes med mindre Kongen er overbevist om at eiere av kvalifiserte eierandeler er egnet til å inneha slike eierandeler og utøve slik innflytelse i foretaket som eierandelene gir grunnlag for. Med kvalifisert eierandel menes en eierandel som beregnet etter reglene i § 2-2, representer 10 prosent eller mer av kapitalen og stemmene i institusjonen, eller som for øvrig gir adgang til å utøve en vesentlig innflytelse i ledelsen av institusjonen og dens virksomhet.

§ 5-2 tredje ledd skal lyde:

(3) *Eierandel ervervet i strid med reglene om eierkontroll skal umiddelbart tvangsselges. Det samme gjelder dersom en tillatelse er tilbakekalt etter § 2-5 femte ledd. Tvangsfullbyrdelsesloven § 10-6, jf. § 8-16 kommer ikke til anvendelse. Stemmerett knyttet til slike eierandeler kan ikke anvendes. Dersom departementet har grunn til å anta at en eier av en kvalifisert eierandel i en finansinstitusjon*

utviser eller vil utvise handlemåte som vil være i strid med forsvarlig og betryggende forvaltning av institusjonen, kan departementet treffe vedtak om pålegg eller forbud etter reglene i første og annet ledd, herunder at stemmerett knyttet til eierandelene ikke kan anvendes.

II

I lov 24. mai 1961 nr. 2 om forretningsbanker gjøres følgende endring:

§ 8a tredje ledd skal lyde:

Søknad om tillatelse etter § 8 første og annet ledd skal nektes med mindre Kongen er overbevist om at eiere av kvalifiserte eierandeler er egnet til å inneha slike eierandeler og utøve slik innflytelse i banken som eierandelene gir grunnlag for. Med kvalifisert eierandel menes en eierandel som beregnet etter reglene i finansieringsvirksomhetsloven § 2-2, representer 10 prosent eller mer av kapitalen og stemmene i institusjonen, eller som for øvrig gir adgang til å utøve en vesentlig innflytelse i ledelsen av institusjonen og dens virksomhet.

III

I lov 10. juni 2005 nr. 44 om forsikringsselskaper, pensjonsforetak og deres virksomhet mv. (forsikringsvirksomhetsloven) gjøres følgende endring:

§ 2-1 første ledd tredje og fjerde punktum skal lyde:

Tillatelse skal nektes med mindre Kongen er overbevist om at eiere av kvalifiserte eierandeler er egnet til å inneha slike eierandeler og utøve slik innflytelse i foretaket som eierandelene gir grunnlag for. Med kvalifisert eierandel menes en eierandel som beregnet etter reglene i finansieringsvirksomhetsloven § 2-2, representer 10 prosent eller mer av kapitalen og stemmene i institusjonen, eller som for øvrig gir adgang til å utøve en vesentlig innflytelse i ledelsen av institusjonen og dens virksomhet.

IV

I lov 29. juni 2007 nr. 74 om regulerte markeder (børsloven) gjøres følgende endringer:

§ 17 nytt femte ledd skal lyde:

(5) Bestemmelsene i denne paragrafen gjelder ikke for erverv som utløser plikt til å søke om tillatelse i medhold av § 35 tredje ledd. Det samme gjelder når det ved reduksjon av eierandel oppstår meldeplikt som nevnt i § 35 tredje ledd.

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandeloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapirområdet)

§ 35 skal lyde:

§ 35. Eierbegrensninger

(1) Ingen kan eie aksjer som representerer mer enn 20 prosent av aksjekapitalen eller stemmene i en børs. Likestilt med aksjeeier regnes erverv av rett til å bli eier av aksjer når dette må anses som reelt erverv av aksjene. Departementet kan i særlige tilfelle gjøre *tidsbegrenset* unntak fra reglene i leddet her.

(2) Begrensningene i første ledd er ikke til hinder for at en børs eies 100 prosent av et foretak med hovedkontor i en *EØS-stat* når foretaket ikke driver annen virksomhet enn å forvalte eierinteresser i datterselskaper, og datterselskapene i *det vesentlige driver eller eier regulert marked, liknende markeds plass eller tilknyttet infrastrukturvirksomhet*. Første ledd gjelder tilsvarende for slike foretak.

(3) *Departementet kan etter søknad gi foretak som i det vesentlige driver eller eier regulert marked, liknende markeds plass eller tilknyttet infrastrukturvirksomhet, tillatelse til å eie aksjer som representerer mer enn 20 prosent av aksjekapitalen eller stemmene i en børs eller i et holdingselskap som nevnt i andre ledd. Slik tillatelse kan bare gis dersom departementet finner eieren egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av børsen. Ved denne vurderingen skal det særlig legges vekt på:*

- a) eierens tidligere handlemåte,*
- b) eierens tilgjengelige økonomiske ressurser og hensynet til forsvarlig virksomhet,*
- c) om eierskapet vil kunne føre til en uønskede virkninger for finansmarkedenes virkemåte,*
- d) konkurransemessige forhold på det relevante markedet,*
- e) muligheten for å utøve et effektivt tilsyn, herunder om det er etablert samarbeid med tilsynsmyndighetene i eierens hjemland,*
- f) om eierskapet vil kunne påvirke rettigheter og plikter for aktørene på vedkommende børs, og*
- g) om den bakenforliggende eierstruktur hos eieren er i samsvar med de hensyn som ivaretas i denne bestemmelse.*

Eier som gis tillatelse etter dette ledd, plikter å søke departementet om slik tillatelse også ved endringer som medføre at vedkommende får kontroll med eierandel til eller stemmerett for mer enn 1/3, 1/2, 2/3 eller 9/10 av aksjene. Ved reduksjon av eierandel eller stemmerett som nevnt i foregående punktum samt i første ledd skal det gis melding til departementet.

(4) Dersom en aksjeeier besitter aksjer i strid med reglene i paragrafen her, kan departementet fastsette en frist for å bringe eierforholdet i over-

ensstemmelse med loven. Dersom denne fristen overskrides, kan departementet selge aksjene etter reglene om tvangssalg av omsettelige verdipapirer så langt de passer. Tvangsfullbyrdelsesloven § 10-6, jf. § 8-16, kommer ikke til anvendelse. Vedkommende aksjeeier skal varsles om at tvangssalg vil bli foretatt to uker før salg foretas.

(5) Inntil nedsalg eller tvangssalg har funnet sted kan aksjeeieren for den del av aksjene som overstiger tillatt nivå, ikke utøve andre rettigheter i selskapet enn retten til å heve utbytte og til å utøve fortrinnsrett ved kapitalforhøyelse.

(6) Departementet kan i forskrift gi nærmere regler til utfylling av bestemmelsen her.

§ 36 skal lyde:

§ 36. Stemmerettsbegrensninger

(1) På generalforsamling i børs kan ingen stemme for mer enn 20 prosent av stemmene i foretaket eller for mer enn 30 prosent av de stemmene som er representert på generalforsamlingen.

(2) Reglene i denne paragraf gjelder ikke på generalforsamling i børs som omfattes av bestemmelsene i § 35 første ledd tredje punktum og § 35 annet og tredje ledd.

V

I lov 5. juli 2002 nr. 64 om registrering av finansielle instrumenter (verdipapirregisterloven) gjøres følgende endringer.

§ 5-2 skal lyde:

§ 5-2 Eierkontroll

(1) Erverv av betydelig eierandel i verdipapirregister kan bare gjennomføres etter at melding om dette på forhånd er sendt til Kredittilsynet.

(2) Med betydelig eierandel menes direkte eller indirekte eierandel som representerer minst 10 prosent av aksjekapitalen eller stemmene, eller som på annen måte gjør det mulig å utøve betydelig innflytelse over forvaltningen av selskapet. Likt med vedkommende aksjeeiers egne aksjer regnes i denne sammenheng aksjer som eies av aksjeeiere som nevnt i § 5-5.

(3) Kredittilsynet skal innen tre måneder fra den dagen melding som nevnt i første ledd er mottatt, nekte slikt erverv dersom vedkommende aksjeeier ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket.

(4) Ved avhendelse av eierandel som medfører at eierandelens størrelse kommer under grensen som nevnt i annet ledd, skal det gis melding til Kredittilsynet.

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandeloven mv. (eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapiriområdet)

(5) Bestemmelsene i denne paragrafen gjelder ikke for erverv hvor det skal søkes om tillatelse i medhold av § 5-3 tredje ledd. Det samme gjelder når det ved reduksjon av eierandel oppstår meldeplikt som nevnt i § 5-3 tredje ledd.

§ 5-3 skal lyde:

§ 5-3 Eierbegrensninger

(1) Ingen kan eie aksjer som representerer mer enn 20 prosent av aksjekapitalen eller stemmene i et verdipapirregister. Likestilt med aksjeeier regnes erverv av rett til å bli eier av aksjer når dette må anses som reelt erverv av aksjene. Departementet kan i særlige tilfelle gjøre tidsbegrenset unntak fra reglene i leddet her.

(2) Begrensningene i første ledd er ikke til hinder for at et verdipapirregister eies 100 prosent av et foretak med hovedkontor i en EØS-stat når foretaket ikke driver annen virksomhet enn å forvalte eierinteresser i datterselskaper, og datterselskapene i det vesentlige driver eller eier verdipapirregister, liknende registerfunksjoner eller tilknyttet infrastrukturvirksomhet. Første ledd gjelder tilsvarende for slike foretak.

(3) Departementet kan etter søknad fra foretak som i det vesentlige driver eller eier verdipapirregister, liknende registerfunksjoner eller tilknyttet infrastrukturvirksomhet, gi tillatelse til å eie aksjer som representerer mer enn 20 prosent av aksjekapitalen eller stemmene i et verdipapirregister eller i et holdingselskap som nevnt i andre ledd. Slik tillatelse kan bare gis dersom departementet finner eieren egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av verdipapirregisteret. Ved denne vurderingen skal det særlig legges vekt på:

- a) eierens tidligere handlemåte,
- b) eierens tilgjengelige økonomiske ressurser og hensynet til forsvarlig virksomhet,
- c) om eierskapet vil kunne føre til en uønskede virkninger for finansmarkedenes virkemåte,
- d) konkurransemessige forhold på det relevante markedet,
- e) muligheten for å utøve et effektivt tilsyn, herunder om det er etablert samarbeid med tilsynsmyndighetene i eierens hjemland,
- f) om eierskapet vil kunne påvirke rettigheter og plikter for brukerne av vedkommende verdipapirregister, og
- g) om den bakenforliggende eierstruktur hos eieren er i samsvar med de hensyn som ivaretas i denne bestemmelse.

Eier som gis tillatelse etter dette ledd, plikter å søke departementet om slik tillatelse også ved endringer som medføre at vedkommende får kontroll med eier-

andel til eller stemmerett for mer enn 1/3, 1/2, 2/3 eller 9/10 av aksjene. Ved reduksjon av eierandel eller stemmerett som nevnt i foregående punktum samt i første ledd skal det gis melding til departementet.

(4) Dersom en aksjeeier besitter aksjer i strid med reglene i paragrafen her, kan departementet fastsette en frist for å bringe eierforholdet i overensstemmelse med loven. Dersom denne fristen overskrides, kan departementet selge aksjene etter reglene om tvangssalg av omsettelige verdipapirer så langt de passer. Tvangsfullbyrdelsesloven § 10-6, jf. §8-16, kommer ikke til anvendelse. Vedkommende aksjeeier skal varsles om at tvangssalg vil bli foretatt to uker før salg foretas.

(5) Inntil nedsalg eller tvangssalg har funnet sted kan aksjeeieren for den del av aksjene som overstiger tillatt nivå, ikke utøve andre rettigheter i selskapet enn retten til å heve utbytte og til å utøve fortrinnsrett ved kapitalforhøyelse.

(6) Departementet kan i forskrift gi nærmere regler til utfylling av bestemmelsen her.

§ 5-4 skal lyde:

§ 5-4 Stemmerettsbegrensninger

(1) På generalforsamlingen i et verdipapirregister kan ingen stemme for mer enn 20 prosent av stemmene i foretaket eller for mer enn 30 prosent av de stemmene som er representert på generalforsamlingen.

(2) Reglene i denne paragrafen gjelder ikke på generalforsamling i verdipapirregister som omfattes av bestemmelsene i § 5-3 første ledd tredje punktum og § 5-3 annet og tredje ledd.

§ 5-5 skal lyde:

§ 5-5 Konsolidering av eierandeler

(1) Likt med aksjeeierens egne aksjer regnes ved anvendelsen av reglene i §§ 5-2, 5-3 og 5-4 de aksjer som eies eller overtas av aksjeeierens nærstående, jf. verdipapirhandeloven § 2-5.

(2) Departementet avgjør i tvilstilfelle om aksjer som aksjeeieren ikke eier, skal likestilles med egne aksjer etter reglene i første ledd.

VI

I lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandeloven) gjøres følgende endringer.

§ 13-1 fjerde ledd nytt annet punktum skal lyde:

Departementet kan i forskrift gi nærmere regler til utfylling av første punktum.

§ 13-1 syvende ledd oppheves.

Om lov om endringer i finansieringsvirksomhetsloven, børsloven, verdipapirregisterloven, verdipapirhandelloven mv.
(eierskap i finansinstitusjoner og i infrastrukturforetak på verdipapiriområdet)

VII

Loven gjelder fra den tid Kongen bestemmer.
Kongen kan bestemme at de enkelte bestemmelser skal tre i kraft til ulik tid.

Kongen kan gi overgangsregler.



Offentlige institusjoner kan bestille flere
eksemplarer fra:
Departementenes servicesenter
Post og distribusjon
E-post: publikasjonsbestilling@dss.dep.no
Faks: 22 24 27 86

Opplysninger om abonnement, løssalg og
pris får man hos:
Akademika AS
Avdeling for offentlige publikasjoner
Postboks 84 Blindern, 0314 Oslo
E-post: offpubl@akademika.no
Telefon: 22 18 81 00
Faks: 22 18 81 01
Grønt nummer: 800 80 960

Publikasjonen er også tilgjengelig på
www.regjeringen.no

Trykk: Lobo Media AS – 04/2009

