

# **Eierbegrensningsreglene for infrastrukturforetak på verdipapirområdet (børs m.v.)**

Arbeidsgruppe nedsatt av Finansdepartementet den 28. juni 2007

## Til Finansdepartementet

Finansdepartementet nedsatte en arbeidsgruppe 28. juni 2007 for å vurdere gjeldende eierbegrensningsregler for infrastrukturforetak på verdipapirområdet (børs, oppgjørssentral, verdipapirregistre). Arbeidsgruppen legger med dette frem sin utredning med forslag til eierbegrensningsregler.

Oslo 14. desember 2007

Filip Truyen

Leder

Anne-Lise Løfsgaard

Gro Opsanger Rebbestad

Per Broch Mathisen

Ingebjørg Harto

Tore Mydske

---

Hanne R. Corneliussen

# Eierbegrensningsreglene for infrastrukturforetak på verdipaprområdet (børs m.v.)

1	Arbeidsgruppens virksomhet og mandat.....	7
1.1	Bakgrunn for oppnevning av arbeidsgruppen .....	7
1.2	Mandat.....	7
1.3	Arbeidsgruppens sammensetning.....	8
1.4	Arbeidsgruppens virksomhet, høringsmøter m.v .....	9
2	Sammendrag.....	10
2.1	Innledning.....	10
2.2	Dagens regelverk.....	10
2.3	Eierskapsreglenes formål og funksjon .....	11
2.4	Arbeidsgruppens forslag .....	11
2.4.1	Hensyn .....	11
2.4.2	Oppgjørssentraler .....	11
2.4.3	Børser .....	11
2.4.4	Verdipapirregistre.....	12
3	Aktørene og gjeldende regelverk .....	14
3.1	Innledning.....	14
3.2	Verdipapirregister.....	14
3.2.1	Hjemmelsgrunlaget .....	14
3.2.2	Virksomheten .....	14
3.2.3	Eierbegrensnings- og stemmebegrensningsregler .....	14
3.2.4	Beskrivelse av aktøren .....	15
3.2.4.1	Verdipapirsentralen ASA .....	15
3.3	Regulert markeder, herunder børser .....	16
3.3.1	Hjemmelsgrunlaget .....	16
3.3.2	Virksomheten .....	17
3.3.3	Eier- og stemmebegrensningsregler .....	17
3.3.4	Beskrivelse av aktørene som har tillatelse som børs.....	18
3.3.4.1	Oslo Børs ASA.....	18
3.3.4.2	Nord Pool ASA .....	19
3.3.5	Beskrivelse av aktørene som har tillatelse som regulerte markeder .....	20

3.3.5.1	Oslo Axess.....	20
3.3.5.2	International Maritime Exchange ASA (Imarex).....	20
3.3.5.3	FishEx ASA.....	21
3.3.5.4	Fish Pool ASA.....	21
3.4	Oppgjørssentral (clearingsentral) .....	21
3.4.1	Hjemmelsgrunlaget .....	21
3.4.2	Virksomheten .....	22
3.4.3	Eierbegrensingsregler .....	22
3.4.4	Beskrivelse av aktørene .....	23
3.4.4.1	VPS Clearing ASA .....	23
3.4.4.2	Nord Pool Clearing ASA.....	23
3.4.4.3	NOS Clearing ASA .....	24
4	Fremmed rett .....	25
4.1	Innledning.....	25
4.2	Svensk rett .....	25
4.3	Dansk rett .....	25
4.4	Finsk rett.....	26
4.5	Særlig om OMX AB .....	26
5	Forholdet til EØS-avtalen.....	27
5.1	Innledning.....	27
5.2	Forholdet til prinsippet om fri kapitalbevegelse .....	27
5.2.1	Regelverket.....	27
5.2.2	ESAs uttalelse av 1. juni 2004 .....	27
5.2.3	Finansdepartementets svar av 1. september 2004.....	29
5.2.4	Arbeidsgruppens vurdering .....	31
5.3	Krav i sekundærlovgivningen til eierskap, informasjonsplikt m.v. ....	31
5.3.1	Verdipapirregister og oppgjørssentraler .....	31
5.3.2	Regulerte markeder .....	31
5.3.2.1	MiFID artikkel 38.....	31
5.3.2.2	Arbeidsgruppens vurdering .....	32
5.3.3	Harmonisering av MiFID artikkel 38 og direktiv 2007/44? .....	33
6	Grunnleggende hensyn bak eierskaps- og stemmebegrensninger.....	35
6.1	Innledning.....	35

6.2	Dagens regelverk .....	35
6.2.1	Børs .....	35
6.2.1.1	Eierskapsbegrensninger .....	35
6.2.1.2	Begrunnelsen for nivået på eierbegrensningsreglene .....	36
6.2.1.3	Stemmerettsbegrensninger og konsolidering .....	37
6.2.1.4	Lovbestemte unntak og dispensasjon .....	37
6.2.2	Verdipapirregister .....	37
6.2.2.1	Eierbegrensningsregler .....	37
6.2.2.2	Stemmebegrensninger og konsolidering .....	38
6.2.3	Oppgjørssentraler .....	38
6.3	Evaluering av dagens regelverk .....	39
6.3.1	Arbeidsgruppens utgangspunkt .....	39
6.3.2	Stabile rammebetingelser .....	39
6.3.3	Konkurransedyktige rammebetingelser .....	40
6.3.3.1	Innledning .....	40
6.3.3.2	Uavhengighet, nøytralitet og integritet .....	41
6.3.3.3	Infrastrukturforetakets tilgang på egenkapital .....	42
6.3.3.4	Fleksible strukturer .....	42
6.3.3.5	Lovregulering hos konkurrenter .....	43
6.3.4	Konkurransen mellom infrastrukturforetak i det norske markedet .....	44
6.3.5	Forholdet til finansieringsvirksomhetsloven § 2-2 .....	45
6.3.6	Aktiv eierstyring .....	46
6.3.7	Infrastrukturforetakenes offentlige oppgaver, sanksjonskompetanse m.v. ....	47
6.3.8	Effektivt tilsyn .....	48
6.3.9	Forvaltningsskjønn og politisk styring .....	48
6.3.10	Konklusjon om grunnleggende hensyn .....	49
7	Hovedpunkter i endringsforslaget .....	50
7.1	Alternative modeller .....	50
7.1.1	Oversikt .....	50
7.1.2	Premisser for valg av modell .....	50
7.2	Forslag til endringer .....	50
7.2.1	Oppgjørssentraler .....	50
7.2.2	Regulerte markeder .....	52

7.2.3	Børser .....	52
7.2.3.1	Utgangspunkter .....	52
7.2.3.2	Endring av dagens eier- og stemmebegrensningsregler .....	54
7.2.3.3	Egnethetsvurderingen .....	57
7.2.3.4	Forbudssoner .....	59
7.2.3.5	Forholdet til EØS-retten .....	60
7.2.4	Verdipapirregistre.....	61
8	Økonomiske og administrative konsekvenser.....	65
8.1	Innledning.....	65
8.2	Økonomiske og administrative konsekvenser for myndighetene .....	65
8.3	Økonomiske og administrative konsekvenser for private aktører.....	65
9	Merknader til de enkelte lovbestemmelser.....	67
	Lovforslag .....	75

# 1 Arbeidsgruppens virksomhet og mandat

## 1.1 Bakgrunn for oppnevning av arbeidsgruppen

Oppnevning av arbeidsgruppen kan ses i forlengelsen av arbeidet med lov 29. juni 2006 nr. 74 om regulerte markeder (børsloven) og lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven). Utvalget som forberedte disse lovene anbefalte å videreføre dagjeldende regler om eierskapsbegrensninger i lov 17. november 2000 nr. 80 (børsloven 2000) § 4-1. Også eierskapsbegrensningene for oppgjørssentraler, se lov 19. juni 1997 nr. 79 (verdipapirhandelloven 1997) § 6-1, ble anbefalt videreført. I NOU 2006:3 s. 126 begrunnes videreføringen av børsloven 2000 § 4-1 som følger:

”Norsk rett har i børsloven § 4-1 mer detaljerte eierbegrensningsregler enn MiFID. Bestemmelsen skulle i hht vurderingene i NOU 1999: 3 (børsloven) kapittel 19 ivareta sentrale hensyn. Utvalget er kjent med EFTA Surveillance Authority (ESA) begrunnede oppfatning 2. juni 2004 om at eierbegrensningene for børser, verdipapirregistre og oppgjørssentraler er i strid med EØS-avtalen. Finansdepartementet har i svarbrev anført at dette ikke er tilfelle. Utvalget anser det ikke som del av mandatet å vurdere disse spørsmålene nærmere, og foreslår derfor at dagens § 4-1 videreføres i en ny § 3-3.”

I Ot. prp. nr. 34 (2006–2007) s. 201 er ovennevnte kommentert som følger:

### ”Krav til eiere mv

Det følger av børsloven § 4-1 at ingen kan eie mer enn 10 pst. av aksjene i en norsk børs. EFTAs overvåkningsorgan har reist spørsmål ved om denne bestemmelsen er i samsvar med våre EØS-forpliktelser knyttet til fri bevegelighet av kapital mv., senest i en grunnlagt uttalelse datert 1. juni 2004. Norske myndigheter har fastholdt at en slik bestemmelse kan opprettholdes under læren om allmenne hensyn, siden regelen på en egnet og proporsjonal måte ivaretar hensynet til et velfungerende finansmarked, herunder behovet for uavhengige infrastrukturinstitusjoner i finansmarkedet, jf senest Finansdepartementets svar på ESAs grunnlagte uttalelse i brev 1. september 2004.

Uavhengig av vår adgang til å opprettholde gjeldende eierbegrensningsregler under læren om allmenne hensyn, kan det etter omstendighetene være naturlig å foreta en nærmere evaluering av gjeldende eierbegrensningsregler for infrastrukturinstitusjoner (dvs børser, 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 eierbegrensningsregler 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.”

Departementets uttalte målsetning i Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) er fulgt opp ved brev datert 28. juni 2007. I dette brevet oppnevnte Finansdepartementet arbeidsgruppen for evaluering av eierbegrensningsreglene for infrastrukturforetak på verdipapirirområdet (børs m.v.).

## 1.2 Mandat

I vedlegg til brev datert 28. juni 2007 har Finansdepartementet formulert arbeidsgruppens mandat som følger:

”1. Arbeidsgruppen skal foreta en evaluering av lovreglene i verdipapirhandelloven og verdipapirregisterloven om eierbegrensninger i norske børser, oppgjørssentraler og verdipapirregistre (”eierbegrensningsreglene”).

2. Arbeidsgruppen skal vurdere om eierbegrensningsreglene 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 eierbegrensningsregler skal videreføres, herunder hensynet til uavhengige infrastrukturinstitusjoner i finansmarkedet, jf. nærmere omtale i Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) punkt 9.3 (vedlagt). Dersom eierbegrensningsreglene 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.”

Mandatet punkt 2 annet punktum åpner for to mulige forståelser. Mandatet kan leses som en forespørsel om å utrede justeringer av dagens eierbegrensningsregler for å effektivisere disse. Alternativt kan mandatet forstås slik at arbeidsgruppen skal utrede om eierbegrensningsreglene skal oppheves og hvilke regler som i så fall alternativt kan ivareta de grunnleggende hensyn bak dagens eierbegrensningsregler. Arbeidsgruppen har lagt til grunn sist nevnte forståelse av mandatet.

Overskriften til mandatet gjelder infrastruktur på ”verdipapirområdet”. Mandatets ordlyd viser imidlertid at dette gjelder foretak med et videre virkeområde enn bare handel med verdipapirer. For eksempel omfattes også infrastruktur for derivathandel, selv om derivater etter lovens funksjon ikke er ”verdipapirer”.

Mandatet omtaler kun eierbegrensningsreglene i verdipapirhandelloven og verdipapirregisterloven. Sett hen til at mandatet også nevner børser, legger arbeidsgruppen til grunn at mandatet omfatter børslovens eierbegrensningsregler. Videre er det lagt til grunn at mandatet ikke bare gjelder børser, men også andre regulerte markeder.

### **1.3 Arbeidsgruppens sammensetning**

Arbeidsgruppen har hatt følgende sammensetning:

- 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



Seniorrådgiver Hanne Corneliussen, Kredittilsynet, har vært arbeidsgruppens sekretær

Advokat Halvor E. Sigurdson, Næringslivets Hovedorganisasjon, har møtt som stedfortreder for avdelingsdirektør Ingebjørg Harto på de fleste av arbeidsgruppens møter.

#### **1.4 Arbeidsgruppens virksomhet, høringsmøter m.v**

Det har vært avholdt fem møter i arbeidsgruppen. På tre av møtene ble det åpnet for innspill fra berørte organisasjoner og foretak som ikke var representert i arbeidsgruppen. Dette gjelder:

- Finansnæringens Hovedorganisasjon
- FishEx ASA
- Fish Pool ASA
- International Maritime Exchange ASA
- NOS Clearing SA
- Nord Pool ASA
- Nord Pool Clearing ASA
- OMX AB
- Oslo Børs ASA
- Sparebankforeningen
- Verdipapirsentralen ASA
- VPS Clearing ASA

Alle inviterte har kommet med innspill til arbeidsgruppen. Dessuten har arbeidsgruppen hatt et møte med analysesjef Jon Gunnar Pedersen, Arctic Securities ASA.

## 2 Sammendrag

### 2.1 Innledning

Finansdepartementet nedsatte den 28. juni 2007 en arbeidsgruppe for å vurdere dagens lovbestemte begrensninger av eierskap og stemmerett i infrastrukturforetak på verdipapirirområdet. Dette gjelder børser, verdipapirregistre og oppgjørssentraler (clearingsentraler).

Oppnevningen av arbeidsgruppen kom i forlengelse av arbeidet med børsloven og verdipapirhandelloven, som begge ble vedtatt 26. juni 2007. Flere høringsinstanser ga uttrykk for et ønske om å endre eller fjerne dagens regelverk. 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

I en grunnlagt uttalelse datert 1. juni 2004 har EFTAs overvåkningsorgan ESA anført at de lovbestemte begrensningene av eierskap og stemmerett i infrastrukturforetak er i strid med prinsippet om fri kapitalbevegelse, jf. EØS-avtalen artikkel 40. Dette er imøtegått av Finansdepartementet ved brev datert 1. september 2004. Departementet og ESA er uenige om det norske regelverket er nødvendig (forholdsmessig) for å ivareta de allmenne hensyn som kan begrunne restriksjoner på artikkel 40.

### 2.2 Dagens regelverk

I utgangspunktet kan ingen eie aksjer som representerer mer enn 10 % av aksjekapitalen eller stemmene i en *børs*, jf. børsloven § 35. På generalforsamlingen i børs kan ingen stemme for mer enn 10 % av stemmene i foretaket eller for mer enn 20 % 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 % 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 % 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 børser, se verdipapirregisterloven §§ 5-2 og 5-3.

Ingen kan eie mer enn 20 % av aksjekapitalen i en *oppgjørssentral*, jf. verdipapirhandelloven § 13-1 syvende ledd. Departementet kan gjøre unntak fra dette. Dertil er det krav om at vedkommende som representerer minst 10 % 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.

## 2.3 Eierskapsreglenes formål og funksjon

De grunnleggende hensyn bak lovbestemte begrensninger av eierskap og stemmerett er sammenfallende med de generelle formålsbestemmelsene for verdipapirhandleloven, børsloven og verdipapirregisterloven. Poenget er å fremme effektive, velordnede og tillitvekkende markeder for finansielle instrumenter. Mer spesifikt bygger eier- og stemmerettsbegrensningsreglene på behovet for å sikre infrastrukturforetakenes uavhengighet, nøytralitet og integritet. Spredning av eierskap og stemmerett bidrar til at eierne kan utøve gjensidig kontroll med hverandre. Dessuten forebygges interessekonflikter. Eierspredning hindrer at enkeltstående markedsaktører kan mistenkes for å fremme egne særinteresser gjennom infrastrukturforetakets virksomhet. Dertil kommer at regelverket motvirker krysseierskap. Krysseie kan gjøre det vanskelig å utøve nødvendig offentlig tilsyn. Eier- og stemmerettsbegrensningsreglene er derfor et supplement til regler for infrastrukturforetakenes virksomhet.

## 2.4 Arbeidsgruppens forslag

### 2.4.1 Hensyn

Arbeidsgruppen mener dagens lovbestemte begrensninger av eierskap og stemmerett har vært egnet til å ivareta infrastrukturforetakenes uavhengighet, nøytralitet og integritet. Imidlertid tilsier både endringer i de nasjonale og internasjonale finansmarkedene og den teknologiske utviklingen at regelverket endres for å fremme lovgivningens overordnede formål. Dette kan bidra til å fremme strukturelle endringer som kan være positive for infrastrukturforetakene, deres brukere og det norske verdipapirmarkedet generelt. Det er ikke ønskelig at regelverket pålegger strengere restriksjoner på eierrettighetene enn hva som er nødvendig for å ivareta ovennevnte hensyn.

### 2.4.2 Oppgjørssentraler

På denne bakgrunn foreslår arbeidsgruppen at eierbegrensningene for *oppgjørssentraler* oppheves. Derimot videreføres kravet om at eier som representerer minst 10 % 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.

### 2.4.3 Børser

For *børser* har arbeidsgruppen delt seg. *Flertallet*, som består av fem medlemmer, foreslår at det som hovedregel fortsatt skal gjelde en lovbestemt eierbegrensning. Flertallet foreslår et tosporet system, se utkastet til børsloven § 35. *Hovedregelen* er at det fortsatt skal være en lovbestemt eierbegrensning. Det generelle eierskapstaket foreslås imidlertid hevet fra 10 % til 20 %. Videre foreslås det at stemmerettsbegrensningsreglene oppheves. Dagens dispensasjonsadgang foreslås videreført, men det presiseres at slik tillatelse skal være midlertidig.

Arbeidsgruppens flertall foreslår at det gjøres et *unntak* fra den generelle eierbegrensningsregelen for eiere som i det vesentlige driver eller eier regulert marked, liknende markeds plass eller tilknyttet infrastrukturvirksomhet, se utkast til børsloven § 35 tredje ledd. Slike foretak kan søke departementet om tillatelse til å eie mer enn 20 % 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 eierkontrollreglens formål. Det skal 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.

En børs er et regulert marked. Hevingen av det generelle eierskapstaket medfører at børsloven § 17 kommer til anvendelse på erverv i børs eller dets holdingselskap i intervallet mellom 10 % og 20 % av aksjekapitalen eller stemmene. Overstiger ervervet 20 %, konsumeres meldeplikt og egnethetsvurdering av børsloven § 35 tredje ledd.

Arbeidsgruppens *mindretall*, som består av ett medlem, foreslår at både eier- og stemmerettsbegrensningsreglene oppheves for børser. Ut fra mindretallets forslag vil børsloven § 17 utgjøre den generelle regel for eierkontroll.

#### 2.4.4 Verdipapirregistre

For *verdipapirregistre* har arbeidsgruppen delt seg. *Flertallet*, som består av fire medlemmer, foreslår at det som hovedregel fortsatt skal gjelde en lovbestemt eierbegrensning. Forslaget er i hovedtrekk utformet etter mønster fra ovennevnte utkast til børsloven § 35. Eierskapstaket foreslås hevet fra 10 % til 20 %. Dagens dispensasjonsadgang foreslås videreført, men det presiseres at slik tillatelse skal være midlertidig. Flertallet foreslår at det skal gjøres et unntak fra den generelle eierbegrensningsregel for eiere som i det vesentlige driver eller eier verdipapirregister, liknende registerfunksjoner eller tilknyttet infrastrukturvirksomhet. Slike eiere kan søke departementet om tillatelse til å eie mer enn 20 % i et verdipapirregister eller i holdingselskapet til dette. Tillatelse kan bare gis dersom departementet finner eieren egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning. Dette beror på en bred sammensatt egnethetsvurdering med samme utgangspunkt som ovennevnte forslag til endringer i børsloven.

Arbeidsgruppens *mindretall*, som består av to medlemmer, foreslår at eierbegrensningsreglene for verdipapirregistre oppheves.

En *samlet arbeidsgruppe* foreslår at stemmerettsbegrensningsreglene for verdipapirregistre oppheves. Videre foreslår en samlet arbeidsgruppe at det innføres et egnethetsvilkår etter mønster fra børsloven § 17. Dette innebærer at det innføres et krav om at eier som representerer minst 10 % av aksjekapitalen eller stemmene er egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av verdipapirregisteret. Ut fra flertallets forslag vil dette bli krav som gjør seg gjeldende på eierskap

mellom 10 % og 20 %. For mindretallets forslag vil dette utgjøre den generelle regel for eierkontroll av verdipapirregistre.

## **3 Aktørene og gjeldende regleverk**

### **3.1 Innledning**

I vid forstand omfatter infrastrukturen i verdipapirmarkedet enhver institusjon som er involvert i handel med finansielle instrumenter. Dette gjelder handelsaktørene, markedsplasser og betalingskanaler. Arbeidsgruppens mandat gjelder derimot 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 (verdipapirhandeloven) kapittel 13.

### **3.2 Verdipapirregister**

#### **3.2.1 Hjemmelsgrunnlaget**

Verdipapirregister er hjemlet 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 denne lov, se § 1-1.

Etter verdipapirregisterloven § 3-1 må verdipapirregistre være norske allmennaksjeselskaper, men det er åpning for at utenlandske foretak skal kunne drive verdipapirregistervirksomhet i Norge. Det fremgår av Ot. prp. 39 nr. (2001-2002) punkt 5.4 at departementet kan gi forskrift om slike utenlandske foretak, og at eierbegrensningsreglene ikke nødvendigvis vil gjelde for disse.

#### **3.2.2 Virksomheten**

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. Dette betyr at annen virksomhet registeret driver (herunder tilleggstjenester og oppgjørsvirksomhet) vil være tilknyttet virksomhet. Registrering som en forvalter utfører for å holde oversikt over hvem som er eiere av finansielle instrumenter på en forvalterkonto eller elektronisk føring av aksjeboken i et aksjeselskap, jf. aksjeloven § 4-5 første ledd, vil således ikke utløse et krav om konsesjon.

#### **3.2.3 Eierbegrensnings- og stemmebegrensningsregler**

Det følger av verdipapirregisterloven § 5-2 første ledd at ingen kan eie aksjer som representerer mer enn 10 % av aksjekapitalen eller stemmene i et verdipapirregister. I henhold til verdipapirregisterloven § 5-2 tredje ledd gjelder eierbegrensningene i første ledd tilsvarende for

et holdingselskap. Departementet kan i særlige tilfelle gjøre unntak fra regelen og sette vilkår for slikt unntak. Ingen kan stemme på generalforsamling i et verdipapirregister for mer enn 10 % av stemmene i foretaket eller for mer enn 20 % av de stemmene som er representert på generalforsamlingen, se § 5-3. Det er ikke adgang til å gjøre unntak fra stemmerettsbegrensningen.

### **3.2.4 Beskrivelse av aktøren**

#### **3.2.4.1 Verdipapirsentralen ASA**

Finansdepartementet ga 29. januar 2003 Verdipapirsentralen ASA tillatelse til å drive virksomhet som verdipapirregister. Stiftelsen Verdipapirsentralen ble først etablert i 1985 i henhold til lov om verdipapirsentral av 14. juni 1985 nr. 62. Det var denne virksomheten som med enkelte tilpasninger ble overført til Verdipapirsentralen ASA ved verdipapirregisterloven § 12-2.

Verdipapirsentralen ASA fører register over samtlige eierandeler for finansielle instrumenter som loven krever at skal innføres i verdipapirregister i Norge. Selve registreringen av transaksjoner og rettigheter skjer gjennom eksterne kontoførere. Kontorførerne er i all hovedsak banker og verdipapirforetak. Det er kontorførere som har ansvaret for betjeningen av utstedere og investorer/forvaltere. Registeret er bygget opp som et kontosystem hvor eiere av registrerte finansielle instrumenter må ha minst én VPS-konto.

I tillegg til hva som følger direkte av den konsesjonsbelagte virksomheten, forestår Verdipapirsentralen ASA en rekke andre oppgaver. Verdipapirsentralen ASA fører register over andre finansielle instrumenter og rettigheter enn de loven krever skal føres, herunder aksjer i aksjeselskaper og verdipapirfondsandeler. Verdipapirsentralen tilbyr også andre tjenester for forvaltningsselskap for fond og andre distributører av fondsprodukter. Verdipapirsentralen tilbyr dessuten verdipapirforetak systemer for tegning og tildeling i emisjoner.

Videre driver Verdipapirsentralen ASA oppgjørs- og avregningsvirksomhet av handel i aksjer og rentepapirer. Verdipapirsentralens oppgjørsvirksomhet er godkjent av Kredittilsynet etter lov 17. desember 1999 nr. 95 om betalingssystemer mv. kapittel 4. Det foreligger ikke konsesjonsplikt for slike systemer, men verdipapiroppgjørssystem uten godkjenning vil ikke være omfattet av de særlige rettsvernregler i betalingssystemloven kapittel 4. Overføring av finansielle instrumenter som er betinget av en samtidig overføring av penger vil inngå i et verdipapiroppgjørssystem. Verdipapirsentralen ASA sjekker i denne forbindelse at selgersiden har de finansielle instrumentene som skal overføres og avregner nettoposisjonene til verdipapirforetakene som deltar i oppjøret. Pengeavregningen sendes Norges Bank som i henhold til avregningene foretar pengeoverføringen til de enkelte verdipapirforetaks banker.

#### *Eierskap*

Verdipapirsentralen ASA er 100 % eid av Oslo Børs VPS Holding ASA. I Finansdepartementets vedtak 2. juli 2004 ble DnB NOR ASA (holdingselskapet til DnB NOR Bank ASA) gitt tillatelse til å eie 16,59 % i Verdipapirsentralen Holding ASA. Verdipapirsentralen Holding ASA er nå innfusjonert i Oslo Børs VPS Holding ASA, se nedenfor.

Finansdepartementet ga i brev av 29. juni 2007 DnB NOR ASA tillatelse til å opprettholde eierandelen i Verdipapirsentralen Holding ASA frem til 31. desember 2008. Som begrunnelse for vedtakene er det vist til departementets forslag i Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) om oppnevning av en egen arbeidsgruppe for å vurdere eierbegrensingsreglene. Inntil arbeidsgruppens konklusjoner foreligger vil ikke Finansdepartementet utvikle en dispensasjonspraksis som medfører vesentlige og varige avvik fra lovens normalordning.

Styrene i Oslo Børs Holding ASA og VPS Holding ASA inngikk fusjonsplan datert 3. mai 2007. Fusjonsplanen ble godkjent av aksjonærene i begge selskaper i ekstraordinære generalforsamlinger 11. juni 2007. Fusjonen ble godkjent av Finansdepartementet 8. november 2007 på nærmere vilkår, og den trådte i kraft 26. november 2007. Det fusjonerte selskapet Oslo Børs VPS Holding ASAs seks største aksjonærer pr. 11. desember 2007 er:

DnB NOR Bank ASA	19,15 %
KLP KL Aksjer	10,00 %
Norsk Hydros Pensjonskasse	8,52 %
Pareto AS	7,03 %
OMX AB	5,81 %
Landsbanki Islands HF	5,81 %

### **3.3 Regulert markeder, herunder børser**

#### **3.3.1 Hjemmelsgrunnlaget**

Regulert marked er hjemlet i børsloven. Formålet med børsloven ”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.” Tillatelser til regulerte markeder, herunder børser, gitt i medhold av børsloven 2000, vil automatisk videreføres etter børsloven 2007, se § 50.

Børsloven 2007 viderefører ikke betegnelsen autorisert markedsplass fra børsloven 2000, men benytter betegnelsen regulert marked. Børsloven sonderer imidlertid mellom regulerte markeder og børser. En børs vil være et regulert marked med tillatelse 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. Det er ikke et tilsvarende skille i MiFID, men direktiv 2001/34/EF (opptaksdirektivet) gjelder utelukkende for børser.



Etter børsloven § 9 må regulerte markeder være norske allmennaksjeselskaper. I NOU 2006: 3 punkt 6.2.1 er det lagt til grunn at siden MiFID del 3, som omhandler regulerte markeder, ikke inneholder særskilte regler om grenseoverskridende virksomhet, gjelder de alminnelige EØS-reglene om diskriminering, etableringsrett mv. for regulerte markeder og markedsoperatører.

### **3.3.2 Virksomheten**

Børsloven § 22 annet ledd bestemmer at ”regulert marked skal ha de systemer for gjennomføring av handel, kursnoteringer, gjennomsiktighet, informasjonsgivning og markedsovervåking som er nødvendig i forhold til den måten virksomheten er organisert på”. Dette er en videreføring av børsloven 2000.

I forarbeidene til børsloven 2000 ble bestemmelsen begrunnet med at opptak av verdipapirer og organisering og gjennomføring av kursnotering fortsatt vil være kjernen i børsens virksomhet.

Børsloven § 24 har regler om opptak til og handel av finansielle instrumenter på regulert marked. I medhold av børsloven § 34 kan børser fastsette egne regler om opptak til handel av finansielle instrumenter på børs. Hjemmelen er basert på opptaksdirektivets regler om opptak til offisiell notering. I børsloven § 25 er regulert marked gitt hjemmel til å suspendere eller og stryke finansielle instrumenter fra handel. I børsloven § 26 er det gitt en generell bestemmelse om medlemskap i regulerte markeder generelt, og ikke bare på børs.

Regulert marked skal i henhold til børsloven § 27 etablere systemer for markedsovervåking

I forarbeidene understreker departementet den sentrale rolle børslovgivningens regler om markedsovervåking og den praktiske oppfølgingen av disse spiller for å opprettholde tilliten til verdipapirmarkedet. Etter departementets vurdering er det viktig med et effektivt overvåkningssystem, som legger til rette for raske og følbare konsekvenser ved overtredelser av verdipapirlovgivningen.

Videre understreker departementet i forarbeidene den sentrale betydning kursnoteringen har for et effektivt og velfungerende verdipapirmarked. I henhold til børsloven § 28 skal regulert marked offentliggjøre kjøps- og salgstilbud i aksjer som legges inn i markedets handelssystem. Utkastet til forskriftshjemmel åpner for at plikten kan utvides til å omfatte også andre finansielle instrumenter.

### **3.3.3 Eier- og stemmebegrensingsregler**

Det er i børsloven § 17 inntatt en generell eierkontrollregel for regulerte markeder. Det følger av første ledd at direkte eller indirekte erverv av betydelig eierandel, dvs. mer enn 10 % jf. annet ledd, bare kan gjennomføres etter at melding om dette på forhånd er sendt til Kredittilsynet. Dersom en aksjeeier med betydelig eierandel ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretakene, kan Kredittilsynet nekte slik erverv gjennomført innen tre måneder fra den dag melding om ervervet er mottatt, jf. tredje ledd.

For børser er det gitt særregler i § 35. Det følger av første ledd at ingen kan eie aksjer som representerer mer enn 10 % av aksjekapitalen eller stemmene i en børs. Melding til Kredittilsynet etter § 17 er derfor ikke aktuelt. Det følger videre av annet ledd at begrensningen i første ledd ikke er til hinder for at en børs eies 100 % av et foretak med hovedkontor i Norge som ikke driver annen virksomhet enn å forvalte eierinteressene i datterselskaper, og datterselskapene ikke driver annen virksomhet enn børsvirksomhet eller virksomhet som har naturlig sammenheng med dette.

Eierbegrensningsreglene gjelder tilsvarende for et slikt holdingselskap, jf. børsloven § 35 annet ledd siste setning. Det følger av loven § 36 at på generalforsamling i børs eller holdingselskap kan ingen stemme for mer enn 10 % av stemmene i foretaket eller for mer enn 20 % av de stemmene som er representert på generalforsamlingen.

### **3.3.4 Beskrivelse av aktørene som har tillatelse som børs**

#### **3.3.4.1 Oslo Børs ASA**

Finansdepartementet ga 23. april 2001 Oslo Børs ASA tillatelse til å drive børsvirksomhet, jf. børsloven 2000 § 2-1. Dette var en videreføring av den virksomheten Oslo Børs drev som selveiende institusjon.

Det særegne med Oslo Børs er at institusjonen faktisk organiserer markedet for notering av børsnoterte aksjeselskaper i Norge. Handlene organiseres gjennom elektroniske handelssystemer. For ordrestyrte markeder, registreres kjøps- og salgsordre i ordreboken og ”matches” automatisk til handler når pris, volum og andre kriterier for ”matching” er til stede. For markeder som drives av pris registreres interesse i ordreboken. En handel avtales direkte mellom partene og blir deretter rapportert inn i systemet.

Markedsovervåkingen foregår løpende og i realtid, og med etterfølgende kontroller og undersøkelser dersom dette viser seg nødvendig. For hvert enkelt finansielt instrument som er notert er det konkret vurdert hva som vil kunne innebære irregulære bevegelser og disposisjoner, og disse er lagt inn som alarmgrenser. Alarmer utløses i realtid og vurderes fortløpende. Dersom det er nødvendig for en forsvarlig vurdering og undersøkelser kan det innføres børspause eller suspensjon til det er nærmere avklart om det er uregelmessigheter ved handelen.

I tillegg til den konsesjonsbelagte virksomheten, utfører Oslo Børs funksjoner som er avledede av den konsesjonsbelagte del. Først og fremst gjelder det virksomheten som drives i konsernselskapet Oslo Børs Informasjon AS, den selvregulerte markedsplassen for renteinstrumenter, Alternative Bond Market og det regulerte markedet Oslo Axess.

Oslo Børs er også gitt offentlige forvaltningsoppgaver. En av disse er ansvaret for prospektkontrollen. Myndigheten til å godkjenne EØS-prospekt ved offentlige tilbud av verdipapirer og ved opptak til notering er delegert til Oslo Børs. I Direktiv 2003/71/EF (prospektdirektivet) er det åpnet opp for en slik delegasjon i en overgangsperiode frem til 31. desember 2011. Prospektkontrollen skal før dette tidspunktet legges til Kredittilsynet. Oslo Børs er også som tilbudsmyndighet ansvarlig for å føre kontroll med overtagelsestilbud på selskaper med børsnoterte aksjer, og å føre tilsyn med overholdelse av reglene om pliktige og frivillige tilbud.

Børsloven krever at Oslo Børs skal utfylle lovens bestemmelser med forskrifter ved å fastsette regler og forretningsvilkår. Børsen overvåker markedsaktørens overholdelse av reglene og forretningsvilkårene, børsforskriften og enkelte regler i verdipapirhandelloven. Overtredelser kan enten sanksjoneres eller innrapporteres til Kredittilsynet. Enkelte av beslutningene fattet av en børs i henhold til børsloven blir ansett som vedtak i forvaltningslovens forstand. For disse gjelder reglene i forvaltningsloven.

### *Eierskap*

Oslo Børs ASA er 100 % eid av Oslo Børs VPS Holding ASA. I Finansdepartementets vedtak 2. juli 2004 ble DnB NOR ASA gitt tillatelse til å eie 19,66 % i Oslo Børs Holding ASA i tre år.

Finansdepartementet har i brev av 29. juni 2007 med hjemmel i børsloven 2000 § 4-1 første ledd, tredje punktum, jf. § 4-1 annet ledd annet punktum, gitt DnB NOR ASA tillatelse til å opprettholde sine eierandeler i Oslo Børs Holding ASA frem til 31. desember 2008.

I brev samme dato ga Finansdepartementet med hjemmel i børsloven § 4-1 første ledd tredje punktum, OMX AB tillatelse til å eie aksjer slik at samlet eierandel utgjorde inntil 10,028 % av aksjene i Oslo Børs Holding ASA.

For begge vedtakene gjelder at dersom eierandelen reduseres, kan eierandelen senere ikke økes i forhold til dette nye (reduerte) nivået uten tillatelse. Reduseres eierandelen til under 10 %, kan eierandelen likevel økes til 10 % uten ny tillatelse. På generalforsamlingen i Oslo Børs VPS Holding ASA kan verken OMX AB eller DnB NOR ASA stemme for mer enn 10 % av stemmene i foretaket, eller for mer enn 20 % av de stemmene som er representert på generalforsamlingen.

Som begrunnelse for vedtakene er det vist til departementets forslag i Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) om oppnevning av en egen arbeidsgruppe for å vurdere eierbegrensingsreglene. Inntil arbeidsgruppens konklusjoner foreligger vil ikke Finansdepartementet utvikle en dispensasjonspraksis som medfører vesentlige og varige avvik fra lovens normalordning.

Det vises til punkt 3.2.4 om beskrivelsen av eierandelene etter fusjonen mellom Oslo Børs Holding ASA og Verdipapirsentralen Holding ASA.

#### **3.3.4.2 Nord Pool ASA**

Finansdepartementets ga Nord Pool ASA 5. mars 2002 tillatelse til å drive børsvirksomhet begrenset til varederivater med elektrisk kraft som underliggende. Konsesjonen er senere utvidet til også å gjelde børsvirksomhet for varederivater med CO<sub>2</sub>-kvoter og svenske grønne sertifikater som underliggende.

Varederivater skiller seg fra øvrige finansielle instrumenter ved at det ikke er tradisjonelle utstedere i dette markedet som søker egne finansielle instrumenter notert. Nord Pool definerer

selv hvilke type kontrakter som kan handles på markedsplassen. Kontraktene og kontraktsvilkårene er standardiserte.

Nord Pool ASA driver også en regulert markedsplass for omsetning av fysiske kraftkontrakter. Denne virksomheten drives med konsesjon fra Norges vassdrags- og energidirektoratet (NVE).

#### *Eierskap*

I Finansdepartementets vedtak 5. mars 2002 ble Statnett SF (Statnett) og Affärsverket Svenska Kraftnät (SvK) gitt dispensasjon til i henhold til børsloven § 4-1 første ledd tredje punktum til hver å eie 50 % av aksjene i Nord Pool ASA for en periode på tre år.

Finansdepartementet ga 28. februar 2005 Statnett SF og Affärsverket Svenska Kraftnät forlenget dispensasjon til hver å eie 50 % av aksjene i Nord Pool ASA. Dispensasjonen ble gitt for tre år og er betinget av at det ikke skjer vesentlige endringer i forutsetningene for dispensasjonen, herunder at eierne ikke selv handler på børsen og at ikke den aktuelle eierstrukturen endres.

### **3.3.5 Beskrivelse av aktørene som har tillatelse som regulerte markeder**

#### **3.3.5.1 Oslo Axess**

Finansdepartementet ga 20. desember 2006 Oslo Børs ASA tillatelse til å drive autorisert markedsplass for finansielle instrumenter som omfattes av børsstillatelsen til Oslo Børs ASA. Markedet drives således i samme foretak som Oslo Børs.

Formålet med etableringen av Oslo Axess er å gi selskaper et regulert noteringstilbud, selv om vilkårene for børsnotering ikke er oppfylt, og å gi investorene mulighet til å investere i noe mer risikofylte aksjer, men på regulert marked. Det som skiller Oslo Axess fra Oslo Børs er at opptaksvilkårene for medlemskap er lempeligere, særlig knyttet til historikk og markedsverdi. Når et selskap er tatt opp til notering på Oslo Axess, vil imidlertid de samme løpende forpliktelser gjelde som for børsmarkedet.

#### **3.3.5.2 International Maritime Exchange ASA (Imarex)**

Finansdepartementet ga 5. mars 2002 Imarex konsesjon til å drive autorisert markedsplass for varederivater med maritime fraktkontrakter som underliggende. Virksomheten er senere utvidet til også å gjelde bunkersoljederivater og handel med fysisk bunkersolje.

#### *Eierskap*

Imarex er 100 % eid av Imarex NOS ASA. Imarex NOS ASA eies av DnB NOR Bank ASA med 10,76 % og av NYMEX, Inc. (New York Mercantile Exchange) med 15,1 %. I konsesjonsbehandlingen hadde verken Kredittilsynet eller Finansdepartementet merknader til

DnB NOR Bank ASAs eierskap. Eierskapet til NYMEX, Inc. Er senere vurdert av Kredittilsynet, som ikke hadde merkander.

### **3.3.5.3 FishEx ASA**

Finansdepartementet ga 2. mars 2007 FishEx ASA tillatelse til å drive autorisert markedsplass for varederivater med fisk og/eller annen sjømat som underliggende, jf. børsloven 2000 § 1-3 første ledd.

Formålet med markedsplassen er å gi de industrielle aktørene en mulighet til å redusere den økonomiske risikoen i virksomheten ved å tilby prissikringskontrakter knyttet til underliggende fysiske kjøp eller salg av fisk og/eller sjømat. Markedsplassen skal også gjøres attraktiv for finansielle aktører, bl.a. ved å sikre god likviditet i markedet og attraktive transaksjonsgebyrer gjennom større volum som følge av at flere aktører handler på markedsplassen.

FishEx har fire aksjonærer med betydelig eierandel, Sparebanken Nord-Norge, Marinevest AS, Troms Kraft ASA og KapNord Fond AS. Verken Kredittilsynet eller Finansdepartementet har hatt merknader til eierskapet i forbindelse med konsesjonsbehandlingen. Eierskapet til KapNord Fond AS er senere vurdert av Kredittilsynet, som ikke hadde merkander.

### **3.3.5.4 Fish Pool ASA**

Finansdepartementet ga 11. mai 2007 Fish Pool ASA tillatelse til å drive autorisert markedsplass for varederivater med fisk og/eller annen sjømat som underliggende i henhold til børsloven § 2-2.

Formålet med virksomheten er å gi de industrielle aktørene en mulighet til å redusere den økonomiske risikoen i virksomheten og å skape forutsigbarhet ved å tilby prissikringskontrakter knyttet til underliggende fysiske kjøp eller salg av fisk- og sjømatprodukter. Markedsplassen kan videre åpne opp for et nytt marked for finansielle aktører. Visjonen for markedsplassen er å bli den globale markedsplassen for prissikring av fisk- og sjømatprodukter.

#### *Eierskap*

Fish pool ASA har tre aksjonærer med betydelig eierandel, Imarex NOS ASA, Bergen Energi AS og GC Rieber AS. Verken Kredittilsynet eller Finansdepartementet hadde merknader til eierskapet i forbindelse med konsesjonsbehandlingen.

## **3.4 Oppgjørssentral (clearingsentral)**

### **3.4.1 Hjemmelsgrunnlaget**

Oppgjørssentraler er regulert i verdipapirhandelloven kapittel 13. Oppgjørsvirksomhet kan i henhold til § 13-1 første ledd bare drives av oppgjørssentral med tillatelse av departementet. Oppgjørssentraler skal organiseres som norske allmennaksjeselskaper, men departementet kan

gjøre unntak fra dette, slik at utenlandske foretak kan drive oppgjørsvirksomhet i Norge. Tillatelser til oppgjørssentraler gitt i medhold av verdipapirhandelloven 1997, vil automatisk videreføres etter verdipapirhandelloven 2007, se § 18-2 første ledd.

### 3.4.2 Virksomheten

Opgjørsvirksomhet er i verdipapirhandelloven § 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 oppgjøret 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 derivater, og avtaler om utlån og innlån av finansielle instrumenter. Pengeoppgjøret i forbindelse med kontrakter må imidlertid foretas av bankene. Virksomheten kan sammenlignes med oppgjørsansvaret verdipapirforetakene påtar seg i henhold til verdipapirhandelloven § 12-1.

### 3.4.3 Eierbegrensningsregler

Det følger av verdipapirhandelloven § 13-1 siste ledd at ingen kan eie mer enn 20 % av aksjekapitalen i en oppgjørssentral. Det er ikke regler om at holdingselskap kan eie 100 %. Departementet kan imidlertid gjøre unntak fra 20% regelen. Det følger av § 13-1 fjerde ledd at tillatelse 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 i henhold til § 2-4 femte ledd direkte eller indirekte eierandel som representerer minst 10 % av aksjekapitalen eller stemmene, eller som på annen måte gjør det mulig å utøve betydelig innflytelse over forvaltningen av selskapet.

Bestemmelsene er en videreføring av verdipapirhandelloven 1997 § 6-1. Bakgrunnen for dette tosporede systemet med regler om både eierbegrensning og regler om erverv av betydelig eierandel, fremgår av forarbeidene til verdipapirhandelloven 1997.

Det vises til Ot. prp. nr. 29 (1996-97) side 120 der ovennevnte er behandlet som følger:

”Utvalget har etter en helhetsvurdering ikke funnet grunn til å foreslå ordinære eierbegrensningsregler for oppgjørssentraler. Departementet er enig med utvalget i at det avgjørende bør være at virksomheten drives i betryggende former og ikke hvem som eier foretaket. Kredittilsynet har gitt uttrykk for at det kan være uheldig dersom en oppgjørssentral eies av en eller få aksjonærer som samtidig er aktører i verdipapirmarkedet. Etter departementets syn vil hensynet til eventuelle uheldige effekter her kunne ivaretas i tilstrekkelig grad gjennom forslaget om at tillatelse kan nektes dersom aksjonærer med betydelig eierandel i oppgjørssentral ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket. Departementet slutter seg til utvalgets forslag på dette punktet.”

Regelen om eierbegrensning ble inntatt under komitébehandlingen, jf. Innst. O. nr. 83 (1996-97) s. 52 uten at reglen om erverv av betydelig eierandel ble tatt ut, og begrunnet på følgende måte:

”Komiteens flertall, alle unntatt representanten Stephen Bråthen, ser betenkelighetene ved at en enkelt aksjonær, som kanskje også er aktør i markedet, vil kunne dominere oppgjørssentralen på eiersiden. Flertallet har merket seg at dette problemet i forhold til Norsk Opsjonssentral er søkt motvirket gjennom bestemmelser i vedtektene om at ingen enkeltaksjonær kan stemme for mer enn 10 % av aksjene på generalforsamlingen, noe flertallet ser positivt på.

Flertallet finner det riktig å lovfeste en eierbegrensning på 20 % i oppgjørssentral. Flertallet viser til Kredittilsynets anmodning til departementet om å vurdere om det bør innføres eierbegrensningsregler som det kan dispenseres fra i de tilfeller der en stor aksjonær ikke anses å være en stor aktør i verdipapirmarkedet, eller i forbindelse med etablering av oppgjørssentraler. Flertallet er enig i dette.”

### **3.4.4 Beskrivelse av aktørene**

#### **3.4.4.1 VPS Clearing ASA**

Finansdepartementets ga 29. august 2006 VPS Clearing ASA konsesjon til å drive virksomhet som oppgjørssentral for derivater og forpliktelser vedrørende lån av finansielle instrumenter, men unntatt derivater med varer som underliggende.

VPS Clearing ASA påtar seg rollen som motpart overfor kjøper og selger av derivater, hovedsakelig notert på Oslo Børs og garanterer for oppgjør av kontraktene. Rettslig sett kan imidlertid virksomheten også omfatte andre finansielle instrumenter. VPS Clearing driver også en automatisk og en frivillig låneordning for verdipapirer som en del av verdipapiroppjøret.

#### *Eierskap*

I vedtaket 29. august 2006 ga Finansdepartementet dispensasjon fra eierbegrensningsreglene i verdipapirhandelloven, slik at Verdipapirsentralen Holding ASA (nå: Oslo Børs VPS Holding ASA) ble gitt tillatelse til å eie 100 % av aksjekapitalen i VPS Clearing ASA. Det ble satt som vilkår for dispensasjonen at Verdipapirsentralen Holding ASA ikke skulle drive annen virksomhet enn å forvalte sine eierinteresser i datterselskapene.

#### **3.4.4.2 Nord Pool Clearing ASA**

Finansdepartementets ga 5. mars 2002 Nord Pool Clearing ASA konsesjon til å drive oppgjørsvirksomhet for varederivater med elektrisk kraft som underliggende. I Finansdepartementets vedtak 2. mars 2007 ble virksomheten utvidet til også å gjelde oppgjør av varederivater med elektrisk kraft, CO<sub>2</sub>-kvotekontrakter, grønne sertifikater og oppgjørsvirksomhet av fisk og/eller sjømatderivater). Nord Pool Clearing ASA utøver oppgjørsvirksomhet for Nord Pool ASAs medlemmer og FishEx ASAs medlemmer.

#### *Eierskap*

I vedtaket av 5. mars 2002 ga samtidig Finansdepartementet Nord Pool ASA dispensasjon, slik at Nord Pool Clearing ASA i sin helhet ble eiet av Nord Pool ASA. Dispensasjonen ble gitt for en periode på tre år. I vedtak av 28. februar 2005 ble Nord Pool ASA gitt forlenget dispensasjon til å

eie alle aksjene i Nord Pool Clearing ASA. Dispensasjonen ble gitt for tre år og er betinget av at det ikke skjer vesentlige endringer i forutsetningene for dispensasjonen, herunder at den aktuelle eierstrukturen ikke endres.

#### **3.4.4.3 NOS Clearing ASA**

Finansdepartementet ga 14. juli 2000 NOS Clearing ASA konsesjon til å drive virksomhet som oppgjørssentral innen fraktderivatmarkedet med skipsfrakt og bunkers som underliggende instrumenter og finansielle derivater. I forbindelse med fusjonsavtale mellom International Maritime Exchange ASA og NOS ASA inngått 19. mai 2006 solgte NOS Clearing ASA sin clearingvirksomhet knyttet til finansielle derivater til VPS Holding ASA. I brev av 31. august 2006 tok Kredittilsynet til etterretning at NOS utvidet virksomheten til å omfatte clearing av kontantavregnede varederivatkontrakter med elektrisk kraft som underliggende vare.

NOS Clearing ASA utøver oppgjørsvirksomhet til Imarex og dets medlemmer og Fish Pool ASA og dets medlemmer.

#### *Eierskap*

Finansdepartementet ga 29. august 2006 Imarex NOS ASA tillatelse til å eie NOS Clearing ASA som heleid datterselskap. Tillatelsen ble gitt på vilkår om at Imarex NOS ASA ikke driver annen virksomhet enn å forvalte sine eierinteresser i datterselskapet og at vedtektene i selskapet godkjennes av Kredittilsynet. Videre ble det stilt som vilkår at ingen av eierne i holdingselskapet eier mer enn 20 % av selskapets aksjekapital og at konsolideringsreglene i finansieringsvirksomhetsloven gjelder tilsvarende.



## **4 Fremmed rett**

### **4.1 Innledning**

I dette kapittelet tas det sikte på å redegjøre kort for eierkrav for regulerte markeder, oppgjørssentraler og verdipapirregistre i enkelte andre land. Oversikten tar ikke sikte på å være en fullstendig fremstilling eller gi lik omtale av de land som behandles. Det er særlig de nordiske land som her er av interesse ut fra både et samarbeidsperspektiv og ut fra et konkurranseperspektiv.

### **4.2 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 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 "nåra 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. VPC AB er 100 % eid av NCSD Holding AB, som igjen eies med henholdsvis 24, 82 % av Nordea Bank Sverige, Skandinaviska Enskilda Banken, Svenska Handelsbanken og Swedbank. Øvrige aksjonærer er svenske verdipapirforetak.

### **4.3 Dansk rett**

Værdipapirhandelloven af 4 marts 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 stemmerrettighetene 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 Finanstilsynet ikke har godkjent, skal Finanstilsynet oppheve stemmerettet knyttet til disse eierandelene.

#### **4.4 Finsk rett**

Virksomhet som regulert markeder, herunder børs reguleres av Värdepappermarknadslagen (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 tiendedel 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 % stemmebegrensningsregel 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.

#### **4.5 Særlig om OMX AB**

OMX AB eier eller har aksjemajoriteten i børsene i Stockholm, Helsinki, København, Island og de tre baltiske børsene i Tallin, Riga og Vilnius. OMX-samarbeidet innebærer at børsene fortsatt formelt er selvstendige enheter med egen markeds plass. Det er imidlertid i de senere år fra de involverte børsenes side og OMX gjort mye for å markedsføre samarbeidet som ett marked, selv om det fortsatt dreier seg om ulike markeder, som er underlagt sine nasjonale børsrettslige reguleringer. Med virkning fra 1. juli 2007 betegnes børsene i Stockholm, København og Island The Nordic Exchange med tilføyelsen Stockholm, Copenhagen og Iceland. OMX AB er notert på børsene i Stockholm, København og Island, og har en spredt aksjonærstruktur hvor ingen aksjonær eier mer enn 11 prosent av selskapet. Den amerikanske børsen NASDAQ og Bourse Dubai har begge lagt inn tilbud på aksjene i OMX. På nærmere angitte vilkår er de to budgiverne enige om et samarbeid som vil føre til en sammenslåing av NASDAQ og OMX. Planen er å etablere NASDAQ OMX Group. Morselskapet vil være underlagt amerikansk rett.

## **5 Forholdet til EØS-avtalen**

### **5.1 Innledning**

Dagens regelverk reiser spørsmål om forholdet til EØS-avtalen på to plan:

For det første er det reist spørsmål om eierbegrensningsreglene for infrastrukturforetak på verdipapirirområdet er i strid med EØS-avtalens prinsipp om fri kapitalbevegelse. EFTAs overvåkningsorgan ESA har fremhevet dette i en grunnlagt uttalelse av 1. juni 2004. Finansdepartementet har i svarbrev av 1. september 2004 lagt til grunn at allmenne hensyn kan begrunne et unntak i samsvar med dagens regelverk.

For det annet innebærer EØS-avtalen en forpliktelse til å implementere direktiver som regulerer generelle krav til eierskap og kontroll, informasjonsplikt m.v. Sentralt står her forholdet til direktiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter (MiFID)<sup>1</sup>.

### **5.2 Forholdet til prinsippet om fri kapitalbevegelse**

#### **5.2.1 Regelverket**

Prinsippet om fri kapitalbevegelse er nedfelt i EØS-avtalen artikkel 40, jf. også direktiv 88/361/EØF artikkel 1 som nærmere beskriver ulike former for kapitalbevegelse. I forhold til tredjeland som ikke er del av EØS-avtalen, er det derimot fortsatt et betydelig handlingsrom for restriksjoner.

Det er ingen EØS-regler som mer direkte regulerer ervervet av aksjer i børser, oppgjørssentraler og verdipapirregistre. For regulerte markeder, herunder børser, kommer imidlertid MiFID artikkel 38 om eierkontroll til anvendelse.

Kravet til fri kapitalbevegelse reiser spørsmål både i forhold til lovfestede eierskapsbegrensninger og lovfestede stemmebegrensninger. Spørsmålet har kommet på spissen i forhold til børsloven 2000 §§ 4-1 og 4-2, verdipapirregisterloven §§ 5-2 og 5-3 og verdipapirhandelloven 1997 § 6-1 syvende ledd.

#### **5.2.2 ESAs uttalelse av 1. juni 2004**

---

<sup>1</sup> Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF af 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter, om ændring af Rådets direktiv 85/611/EØF, og 93/6/EØF samt Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF og om ophævelse af Rådets direktiv 93/22/EØF

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 regelverket 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.

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 børs 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 verdipapirhandelloven 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. Norske myndigheter gis en frist på to måneder for rette opp slik motstrid.

### **5.2.3 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 %. 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 et 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 børsselskap er ansvarlig for børsnøtering, 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 gi dem fordeler på bekostning av øvrige brukere.

Når det gjelder departementets dispensasjonsadgang, fremheves det at denne er en sikkerhetsventil 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 egenhet 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 inngrepsterskel 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 regelverket for å være i strid med EØS-avtalen.

#### **5.2.4 Arbeidsgruppens vurdering**

Arbeidsgruppen har notert seg både ESAs og Finansdepartementets ulike synspunkter på omfanget av den nasjonale skjønnsmargin. På grunn av arbeidsgruppens innstilling og begrunnelsen for denne, har det imidlertid ikke vært nødvendig å trekke en konklusjon i den uenighet som er beskrevet ovenfor. Som redegjort for i kapittel 7, har arbeidsgruppen kommet til at dagens regler om eier- og stemmebegrensning bør endres. De eierskapsbegrensninger som arbeidsgruppen foreslår, vil ikke være et uforholdsmessig inngrep i prinsippet om fri kapitalbevegelse, jf. EØS-avtalen artikkel 40 og direktiv 88/361/EØF artikkel 1. Heller ikke prinsippet om etableringsfrihet, jf. EØS-avtalen artikkel 31, synes krenket i uødig grad.

For øvrig vil arbeidsgruppen presisere at de EØS-rettslige synspunkter som er fremsatt i ESAs ”reasoned opinion” datert 1. juni 2004 ikke er den bærende begrunnelsen for endringsforslaget. Endringsforslaget er begrunnet i en evaluering av regelverket sett opp mot de hovedhensyn dette skal fylle.

### **5.3 Krav i sekundærlovgivningen til eierskap, informasjonsplikt m.v.**

#### **5.3.1 Verdipapirregister og oppgjørssentraler**

EØS-avtalen hjemler ikke sekundærlovgivning som setter skranker for eierskap eller eiernes organisatoriske rettigheter i verdipapirregistre. Det samme gjelder oppgjørssentraler. Frem til nå har det primært vært virksomheten til slike foretak som er direktivregulert.

#### **5.3.2 Regulerte markeder**

##### **5.3.2.1 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*

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 ejerskab 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 ejerskift, 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 uhederlig person er ikke egnet.

Artikkel 38 nr. 2 stiller videre krav om at meldeplikt inntre 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.

### **5.3.2.2 Arbeidsgruppens vurdering**

MiFID artikkel 38 er i dag implementert i børsloven § 17. Bestemmelsen suppleres av § 18 som gjelder konsolidering av eierandeler. Et av hovedformålene med den nye verdipapirhandelloven og den nye børsloven var å følge opp Norges EØS-forpliktelser, se Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) kapittel 1.1.



Medlemsstatenes adgang til å stille strengere krav i nasjonal lovgivning beror på en tolkning av den enkelte direktivbestemmelse. MiFID er et rammedirektiv som på en rekke punkter er forutsatt supplert med implementeringsdirektiver. Arbeidsgruppen legger til grunn at MiFID artikkel 38 utgjør minimumsregler. Medlemsstatene kan i utgangspunktet stille strengere krav enn hva som fremgår av direktivet. Imidlertid vil EØS-avtalens primærlovgivning sette skranke. Dette illustreres av ovennevnte uenighet mellom ESA og norske myndigheter hva gjelder de nåværende begrensninger av eierskap og stemmerett, se kapittel 5.2.

På denne bakgrunn mener arbeidsgruppen at dagens eier- og stemmebegrensningsregler for børser ikke er i strid med MiFID artikkel 38. Av samme grunn vil heller ikke en eventuell liberalisering av dagens regelverk stride mot denne direktivforpliktelsen. En liberalisering 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 MiFID artikkel 38. Ut fra en ”mer til en 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 artikkel 38.

### **5.3.3 Harmonisering av MiFID artikkel 38 og direktiv 2007/44?**

Ved direktiv 2007/44/EF 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 det kan bli aktuelt å justere MiFID artikkel 38 i samsvar med endringene i MiFID artikkel 10 flg. I Kommisjonens forslag (COM (2006) 507 Final) til direktiv 2007/44/EF heter det blant annet:

"One of the principles underlying the MiFID is that there should be, as far as possible, parallel provisions for investment firms and regulated markets. This parallelism exists between Article 10 (which applies to investment firms) and Article 38 (the corresponding provision relating to regulated markets). In view of this parallelism, and in view also of the potential for further consolidation in the area of stock exchanges, the Commission will consider urgently whether it is necessary and possible to extend the procedures and criteria established in this proposal to regulated markets. The aim of such a move would be to increase legal certainty for all interested parties when they are subjected to the scrutiny by competent authorities and to facilitate the smooth functioning of the Internal Market (by preventing protectionist reactions on the part of Member States). In determining whether or not to go ahead, the Commission will take into account the special nature of the business conducted by regulated markets as well as the views of stakeholders and regulators. The Commission will decide on the appropriateness of such an intervention as soon as possible."

Arbeidsgruppen har foretatt uformelle sonderinger overfor Kommissjonen, men mottatt tilbakemelding tyder ikke på at MiFID artikkel 38 i nær fremtid vil bli foreslått endret i samsvar direktiv 2007/44/EF.

## **6 Grunnleggende hensyn bak eierskaps- og stemmebegrensninger**

### **6.1 Innledning**

Det følger av arbeidsgruppens mandat at en vurdering skal ta utgangspunkt i grunnleggende hensyn bak gjeldende eierbegrensningsregler. Av den grunn må det innledningsvis redegjøres for hvilke hensyn dagens regelverk bygger på. Arbeidsgruppen vil på dette punkt primært beskrive disse hensyn, for deretter å legge de til grunn for den videre drøftelsen. En evaluering vil i hovedtrekk ikke gjelde hensiktsmessigheten av de nevnte hensyn. Utgangspunktet for arbeidsgruppens vurdering er om gjeldende regelverk er best egnet til å fremme slike hensyn eller om en endring er et bedre alternativ.

Verken dagens regelverk eller fremtidige endringer kan fremme norske næringsinteresser ved å utelukke eller legge diskriminerende restriksjoner på virksomheten til aktører fra andre EØS-stater. Bruk av offentligrettslige eier- og stemmebegrensningsreglene til å beskytte norsk finansnæring ved å forebygge mot oppkjøp fra slike aktører, vil stride mot diskrimineringsforbudet i EØS-avtalen artikkel 4.

### **6.2 Dagens regelverk**

#### **6.2.1 Børs**

##### **6.2.1.1 Eierskapsbegrensninger**

Børsloven § 35 er en videreføring av børsloven 2000 § 4-1, se Ot. prp. nr. 34 (2006–2007) s. 455. Denne type eierbegrensninger ble innført ved sist nevnte bestemmelse. Forut for børsloven 2000 var det krav om at en børs skulle være en selveiende stiftelse, se lov om verdipapirbørs 17. juni 1988 nr. 57 § 1-1. Av den grunn var det ikke behov for eierbegrensningsregler.

De grunnleggende hensyn er drøftet i alle faser av forarbeidene til børsloven 2000 § 4-1.<sup>2</sup> 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 plass

---

<sup>2</sup> Se NOU 1999:3 s. 193–201, Ot. prp. nr. 73 (1999–2000) s. 58–70, Innst. O. nr. 3 (2000–2001) s. 19–22.

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 markedsplassens aktører og mellom markedsplassen og dens brukere. Også eierbegrensningsreglene kan imidlertid være et redskap for å fremme tilliten til markedsplassen. I forarbeidene til børsloven 2000 er det påpekt at institusjoner i det norske finansmarkedet tradisjonelt har vært underlagt eierbegrensninger. Eierbegrensningene skal sikre spredt eierstruktur. Spredt eierstruktur bidrar til å forhindre maktkonsentrasjon. Tankegangen er at fravær av maktkonsentrasjon på eiersiden, gir markedsplassen større integritet. Ved at ingen eiere er for sterkt dominerende, forebygger man at eierne tar sidehensyn ved driften av markedsplassen. 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 markedsplassen. Ideelt sett er dette den eneste fellesinteressen for eierne.

Ovennevnte hensyn avveies mot at eierbegrensningsreglene kan motvirke muligheten for et aktivt eierskap. Slike skranker svekker eierkontrollen med børsens virksomhet. Eierbegrensninger åpner for at børsen blir administrasjonsstyrt. Denne type brudd med alminnelige prinsipper for eierstyrt selskapsledelse ("corporate governance") kan også påvirke børsens tilgang på egenkapital. Manglende mulighet for innflytelse, vil svekke potensielle investorers interesse. Dette gjelder særlig langsiktige industrielle investorer. Dessuten kan en eier som allerede har nådd eierskapstaket, bli forhindret fra å støtte børsen dersom det oppstår en situasjon med behov for ytterligere egenkapital. Dertil kommer at manglende mulighet for eierstyring og mangel på risikokapital kan være et hinder for nyetablering av børsvirksomhet, hvilket kan være et hinder for sunn konkurranse mellom markedsplasser. Også behovet for eventuelle strukturendringer er fremhevet som et argument mot eierbegrensninger. Regleverket må ikke være et hinder for langsiktig strategisk samarbeid med andre infrastrukturforetak.

Etter en avveining av de nevnte innvendinger, er hensynet til integritet tillagt avgjørende vekt i forarbeidene til børsloven 2000. Det forutsettes at uønskede konsekvenser kan avhjelpes ved dispensasjonspraksis. Videre er det påpekt at nyetableringer for å fremme konkurranse mellom markedsplasser kun er et poeng i den grad den nye aktøren er uavhengig. Eierbegrensninger forebygger mot konkurransehemmende krysseierskap.

#### **6.2.1.2 Begrunnelsen for nivået på eierbegrensningsreglene**

Til tross for at forarbeidene til børsloven 2000 § 4-1 fremhever hensiktsmessigheten av eierbegrensninger, er det også lagt vekt på at man ikke hindrer at eierne utøver innflytelse. Som en del av de grunnleggende hensyn er det trukket frem at aktive eiere kan være av stor betydning for effektiv drift og organisering av børsvirksomheten. Av den grunn skal det være mulig å utøve eierinnflytelse. Spørsmålet er kun i hvilket omfang.

På dette punkt bygger børsloven 2000 § 4-1 på to faktiske forutsetninger:

Den første gjelder negativ kontroll. I praksis er mulig å utøve eierinnflytelse som relativt sett er større enn den forholdsmessige eierandel i selskapet. Dette skyldes manglende oppmøte på generalforsamlingen, forvalterregistrering som ikke gir stemmerett og finansielle investorer som sjelden bruker stemmeretten. Disse forhold gjør at en eierpost på 20 % til tider kan utøve mer enn 1/3 av stemmene på generalforsamlingen. I så fall oppnås det negativ kontroll, sml. allmennaksjeloven § 5-18.

Den andre forutsetningen er at en eierandel på under 10 % ikke vil gi eieren reell innflytelse på børsen virksomhet. Dette vil bidra til at børsen blir administrasjonsstyrt.

Ovennevnte hensyn og faktiske forutsetninger er veiet opp mot eierskapsbegrensninger på henholdsvis 10 % og 20 %. Når departementet og justiskomiteens flertall sluttet seg til en grense på 10 %, var dette begrunnet i at ingen enkelteier skulle få dominerende innflytelse og ønsket om å forebygge mot maktkonsentrasjon i institusjoner av vesentlig samfunnsmessig betydning. Sentralt stod også hensynet til børsens integritet.

#### **6.2.1.3 Stemmerettsbegrensninger og konsolidering**

Det grunnleggende hensyn bak lovfestet stemmebegrensning er å sikre effektiv håndhevelse av eierbegrensningsreglene. Enkeltaksjonærer skal ikke få dominerende innflytelse selv om fremmøtet på generalforsamlingen er lavt.

Også reglene om konsolidering bidrar til å effektivisere eierbegrensningsreglene. Formålet er å hindre omgåelser og dessuten sikre de hensyn eierbegrensningen skal ivareta.

#### **6.2.1.4 Lovbestemte unntak og dispensasjon**

Unntakene i børsloven 2000 § 4-1 annet og tredje ledd, jf. børsloven § 35 annet og tredje ledd, er begrunnet i hensynet til konkurransedyktig organisering av foretaket. Det samme gjelder dispensasjonsadgangen i børsloven 2000 § 4-1 første ledd siste punktum. Forarbeidene fremhever at andre børser ikke automatisk bør være avskåret fra å erverve slik virksomhet i Norge. Tvert om er det fremhevet at dispensasjonsadgangen er nyttig i lys av den raske utviklingen internasjonalt når det gjelder strukturtilpasninger for børser. Det er lagt til grunn at hensynet til børsens integritet ikke stenger for oppkjøp og omstrukturering så lenge dette er i samsvar med børslovens overordnede formål.

### **6.2.2 Verdipapirregister**

#### **6.2.2.1 Eierbegrensningsregler**

Organiseringen av eierskapet til verdipapirregister ble endret ved verdipapirregisterloven 7. mai 2002 nr. 64. Forut for denne loven ble slik virksomhet drevet av en selveiende institusjon, se tidligere lov om verdipapirsentral 14. juni 1985 nr. 62 § 2-1.

I forarbeidene til verdipapirregisterloven § 5-2 er eierbegrensingsreglene primært begrunnet med markedsaktørens tillit til verdipapirregisteret. På samme måte som eierbegrensingsreglene 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. Eierbegrensingsregler medvirker til å motvirke interessekonflikter.

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. Eierbegrensingsreglene 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.

#### **6.2.2.2 Stemmebegrensninger og konsolidering**

Hensynet bak reglene om stemmebegrensning og konsolidering i verdipapirregister er i utgangspunktet de samme som for børser. Reglene skal bidra til å effektivisere skrankene for eierbegrensning. Det er et uttalt formål at stemmebegrensingsreglene skal sikre en effektiv eierbegrensning på bekostning av muligheten for aktiv eierstyring.

#### **6.2.3 Oppgjørssentraler**

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 eierbegrensingsreglene 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 regelverket 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 eierbegrensingsregler 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 eierbegrensingsreglenes begrunnelse.

## **6.3 Evaluering av dagens regelverk**

### **6.3.1 Arbeidsgruppens utgangspunkt**

Arbeidsgruppen mener at dagens eierbegrensningsregler generelt er egnet til å ivareta de grunnleggende hensyn som er omtalt i kapittel 6.2. Det samme gjelder for stemmebegrensning og konsolidering. Regelverket utgjør en effektiv mekanisme for å sikre at eierskapet til infrastrukturforetakene forblir spredt. Arbeidsgruppen legger til grunn at spredt eierskap er et moment som bidrar til å underbygge tilliten til infrastrukturforetakenes uavhengighet, nøytralitet og integritet. Så lenge aksjonærenes innflytelse er begrenset etter gjeldende rammer, er det mindre grobunn for mistanker om at infrastrukturforetakene urettmessig favoriserer en eier på bekostning av andre aktører i markedet. Det vil være en gjensidig interesse mellom eierne i å påse at enkeltpersoner ikke gis fordeler som bidrar til å svekke markedsaktørens tillit til infrastrukturforetakets uavhengighet.

Dagens regelverk har fungert tilfredsstillende i relasjon til foretakenes uavhengighet, integritet og nøytralitet. Selv om det således kan konstateres at eierbegrensningsreglene fyller sitt hovedformål, kan det likevel reises spørsmål om dagens regelverk bør opprettholdes. Dette skyldes to forhold:

For det første må eierbegrensningsreglene vurderes i et videre perspektiv. 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. Det er intet mål i seg selv å konservere gjeldende næringsstruktur. Arbeidsgruppens videre evaluering tar derfor utgangspunkt i en del faktorer som er sentrale for et godt fungerende finansmarked.

For det annet må dagens eierkontroll evalueres i lys av et økende press mot denne type regulering. Slikt press kan blant annet oppstå som følge av endringer i legislative, teknologiske og strukturelle forhold, herunder globalisering av finansmarkedene.

Argumentene som drøftes i det følgende gjør seg gjeldende med ulik styrke for de forskjellige typer infrastrukturforetak. Arbeidsgruppen foretar derfor først en gjennomgang av argumentenes relevans på generell basis. En nærmere presisering av argumentenes vekt i forhold til de ulike type infrastrukturforetak foretas i tilknytning til drøftelsen av endringsforslag, se kapittel 7.

### **6.3.2 Stabile rammebetingelser**

ESA er av den oppfatning at de norske reglene er i strid med EØS-avtalens artikkel 40 om fri flyt av kapital, se kapittel 5 ovenfor. Norske myndigheter har et annet standpunkt. Uenigheten gjelder omfanget av unntaket for "allmenne hensyn" og kravet til proporsjonalitet mellom mål og midler.

Finansnæringens Hovedorganisasjon har i høringsmøtet uttrykt bekymring over at forholdet mellom eierbegrensningsreglene og Norges EØS-forpliktelser er uavklart. Finansnæringen ønsker stabile rammevilkår. Muligheten for at dagens regler må endres som følge av Norges EØS-forpliktelser skaper usikkerhet. En endring i samsvar med ESAs krav vil avklare dette.

Arbeidsgruppen er enig i at stabile rammevilkår er viktig for finansmarkedet. 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.

### **6.3.3 Konkurransedyktige rammebetingelser**

#### **6.3.3.1 Innledning**

De sentrale infrastrukturforetakene Oslo Børs og Verdipapirsentralen har i praksis langt på vei en monopolstilling. Andre foretak som for eksempel Imarex ASA og Nord Pool ASA opererer derimot i et mer konkurranseutsatt marked. Markedsplassen for derivater har i mindre grad enn en verdipapirbørs en naturlig tilknytning til nasjonale markeder og utstederne av verdipapirer på dette. Derivaters "frikobling" fra underliggende aktiva gjør at markedsplassen for derivater ikke bare konkurrerer med andre tilsvarende markedsplasser, men med et bredt spekter av produkter i det internasjonale finansmarkedet.

I et videre perspektiv er imidlertid selv en "monopolist" som Oslo Børs konkurranseutsatt. Utstedere av verdipapirer vil kunne velge et annet marked enn det norske dersom Oslo Børs ikke er konkurransedyktig. Dette gjelder åpenbart for de aller største selskapene notert på Oslo Børs, som også er de selskapene som i utgangspunktet gjør Oslo Børs til en interessant markedsplass for utenlandske investorer. Det er her imidlertid snakk om et lite antall utstedere i forhold til det store antall av selskaper notert på børsen. De fleste utstedere av egenkapitalinstrumenter og gjeldsinstrumenter på Oslo Børs er norske selskaper som i internasjonal sammenheng må aneeses som små. Disse små selskapene, og selskaper som kan tenkes å ville noteres, er helt avhengige av at de store norske selskapene anser Oslo Børs som en attraktiv markedsplass, og vil ha begrensede muligheter til å finne risikokapital hos både utenlandske og norske investorer, til en fornuftig pris, på andre regulerte markeder. Derfor er det viktig langt ut over Oslo Børs' egen interesse at børsen har konkurransedyktige rammebetingelser. Det alene er imidlertid ikke nok. Børsen må forvalte disse rammebetingelsene på en måte som gir børsen tillit i markedene. De ulike brukergrupper må også ha vilkår som er bærekraftige for brukerfellesskapet av over tid.

Dertil kommer at den teknologiske utviklingen i økende grad gjør det enklere å introdusere tjenester som helt eller delvis konkurrerer med dagens infrastrukturer. Også legislative endringer åpner for økt konkurranse. Et eksempel på en slik mulighet er etablering av multilaterale handelsfasiliteter (MHF), se verdipapirhandelloven kapittel 11. Det svenske foretaket Nordic Growth Market NGM AB vil fra 10. desember 2007 åpne for organisering av handel med unoterte aksjer i norske selskaper registret i VPS og handlet i norske kroner. Kredittilsynet har i



brev datert 29. juni 2007 lagt til grunn at dette gjelder en multilateral handelsfasilitet, og at denne type virksomhet kan drives grenseoverskridende i Norge etter melding til vedkommende myndighet i Sverige.

I utgangspunktet er konkurranse mellom infrastrukturforetak positivt og bør av den grunn stimuleres. Det er i den forbindelse ønskelig at norske infrastrukturforetak gis rammevilkår som gjør dem konkurransedyktige både på norske og utenlandske markeder. Sentralt står her blant annet foretakets troverdighet, tilgangen på egenkapital og muligheten for å inngå i større finansielle strukturer. Konkurransesystemet tilsier også at rammebetingelsene er utformet slik at det er mulig å etablere nye aktører, norske eller utenlandske, som kan opptre i konkurranse med de foretakene som allerede er etablert her.

### **6.3.3.2 Uavhengighet, nøytralitet og integritet**

Infrastrukturforetakets troverdighet som konkurranseparameter gjelder blant annet uavhengighet, nøytralitet og integritet. Hensynet til uavhengighet, nøytralitet og integritet er imidlertid også verdier som har allmenn gyldighet selv uten hensyn til konkurranseperspektivet.

Som tidligere nevnt kan spredt eierskap bidra til foretakets uavhengighet. I forhold til dagens regelverk er spørsmålet her om eierspredning må være en konsekvens av preseptoriske lovregler, eller om det bør overlates til eierne å avgjøre hva som er optimalt. I den grad dette er et konkurransefortrinn, har eierne et insitament til å sørge for spredt eierskap. Videre kan spredt eierskap vedtektsfestes, forutsatt at eiere med det nødvendige flertall ønsker det. Slike vedtektsbestemmelser kan "låses" ved krav om skjerpet flertall eller enstemmighet for endringer, se allmennaksjeloven § 5-18 tredje ledd. Ideelt sett kan derfor eierne tilpasse eierskapet til foretaket og markedet hvor det opererer. Hvis motivet for eierskapet er gevinstmaksimering gjennom infrastrukturforetaket, vil eierne velge den eierstruktur som gir best tillit i markedet, forutsatt at eierne har felles oppfatning av hvilken eierstruktur som er mest hensiktsmessig.

Dersom en eller flere eiere har en alternativ agenda, kan dette påvirke markedsmekanismens tilpasning av et optimalt eierskap. En aktør kan for eksempel sikre seg bestemmende innflytelse i infrastrukturforetaket dels for selv å ha kontroll med foretakets informasjonshåndtering og dels for å hindre at konkurrerende institusjoner gis medbestemmelse og innsyn. Det kan også tenkes at en kontrollerende majoritetseier (morselskapet) ønsker å bruke sin innflytelse for å hindre at infrastrukturforetaket (datterselskapet) lanserer tjenester som kan konkurrere med annen virksomhet i konsernet. Selv om dette ikke tjener infrastrukturforetaket, dets øvrige eiere eller markedet for øvrig, kan slik blokkering være i morselskapets interesse.

Dagens eierbegrensingsregler 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. Dette gjelder blant annet derivatmarkedsplasser som Nord Pool ASA og Imarex ASA.

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. Dette er en situasjon som gjør seg gjeldende for eksempelvis Oslo Børs, som i kraft av å være nasjonal verdipapirbørs er en naturlig monopolist. Det samme gjelder Verdipapirsentralen, selv om konkurransesituasjonen for sentrale funksjoner trolig vil skjerpes. Konkurransen vil trolig først komme på oppgjørsfunksjonen, og deretter på registerfunksjonen.

### **6.3.3.3 Infrastrukturforetakets tilgang på egenkapital**

Tilgang på egenkapital er et konkurransefortrinn. 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 økonomiske 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.

Enkelte aktører har fremhevet at eierbegrensningsreglene påvirker infrastrukturforetakenes aksjekurs i negativ retning. Dette gjør det relativt sett dyrere å innhente egenkapital. Eierbegrensningsreglenes negative innvirkning på aksjekursen kan for det første skyldes at industrielle investorer ønsker å delta i styringen av selskapet. Dagens preseptoriske eierskapsbegrensning er et hinder for dette. Av den grunn blir norske infrastrukturforetak mindre interessante for denne type investorer. Også finansielle investorer vil ofte foretrekke selskaper hvor det kan utøves innflytelse som tilsvarer deres eierandel. Selv om slike investorer ikke ønsker å påvirke driften, vil mulighet for å utøve betydelig innflytelse gi økt adgang til å sikre investeringen. I den grad man har et langsiktig perspektiv på investeringen, kan en sentral milepæl selv for finansielle investorer være negativ kontroll. Med mer enn 1/3 av stemmene eller aksjekapitalen kan man stoppe vedtektsendringer, herunder en fusjon, jf. allmennaksjeloven § 5-18. Gjeldende regler gjør det umulig å komme i en slik posisjon.

Arbeidsgruppen mener derfor at dagens eierbegrensningsregler er egnet til å øke norske infrastrukturforetaks kostnader knyttet til egenkapital. Dette vil kunne bidra til å svekke konkurranseevnen. Blant dagens norske infrastrukturforetak er det et varierende behov for tilgang på egenkapital ved nytegning av aksjer. En rekke infrastrukturforetak med ambisjon om vekst internasjonalt har gitt klart uttrykk for at de norske eierbegrensningsreglene er en negativ faktor for finansieringen av videre ekspansjon. Dette gjelder blant annet Fish Pool ASA, Imarex ASA og Nord Pool ASA. Tilsvarende synspunkter har ikke vært fremmet av Oslo Børs eller Verdipapirsentralen.

### **6.3.3.4 Fleksible strukturer**

Fleksibel eierstruktur kan være et konkurransefortrinn. For det første kan lovregler om eierstrukturen ha betydning for selskapets tilgang på egenkapital, se foregående kapittel. For det

annet kan en fleksibel eierstruktur gjøre det enklere å inngå i større sammenslutninger hvor infrastrukturforetaket kan benytte fellesfunksjoner innen teknologi, markedskompetanse og finansiering. Tilgang på slike fellesfunksjoner og kompetanse har dessuten en egenverdi utover konkurranseperspektivet. Dette er forhold som kan bidra til en effektivisering, hvilket vil være en fordel for markedsplassens brukere.

Preseptoriske eierbegrensningsregler påvirker eierstrukturens fleksibilitet. Av den grunn kan dagens regelverk bidra til å svekke norske infrastrukturforetaks konkurranseevne. Til en viss grad er dette forsøkt avhjulpet ved unntaksreglene i børsloven § 35 tredje ledd og verdipapirregisterloven § 5-2 tredje ledd. Departementet kan gi tillatelse til eierandel eller stemmeandel på inntil 25 % forutsatt at dette inngår i en strategisk samarbeidsavtale. Tilsvarende unntak er ikke gjort for oppgjørssentraler, se verdipapirhandelloven § 13-1. Dette skyldes trolig at eierskapstaket i utgangspunktet er satt til 20 %.

Arbeidsgruppen vil fremheve at børsloven § 35 tredje ledd og verdipapirregisterloven § 5-2 tredje ledd, viser at også dagens regelverk anerkjenner hensiktmessigheten av kobling mellom eierskap og strategisk samarbeid. En opphevelse av dagens eierbegrensningsregler vil styrke denne muligheten. Dette kan bidra til å fremme de norske foretakenes konkurranseevne.

I den grad slik utvidet fleksibilitet åpner for uønskede eierstrukturer, kan dette korrigeres på tre plan. For det første vil markedet utøve et press dersom eierkonsentrasjon svekker foretakets uavhengighet. Markedsaktørene vil da, i den grad det finnes et alternativ, forsøke å benytte andre infrastrukturforetak. For det annet kan norske myndigheter gjennom en eventuell egnethetsvurdering forhindre en uønsket eierstruktur. For det tredje kan en rekke endringer av eierstrukturen bli stoppet av konkurransemyndighetene på både nasjonalt plan og på EØS-nivå.

### **6.3.3.5 Lovregulering hos konkurrenter**

Vekten av momenter som infrastrukturforetakenes uavhengighet, tilgang på egenkapital og fleksibel eierstruktur er relativ. Lovreguleringen må sammenlignes med hva som gjelder for virksomheter som konkurrerer med norske infrastrukturforetak. For verdipapirbørs, oppgjørssentral for verdipapirhandel og verdipapirregister er det nærliggende å se hen til eierskapsreguleringen i Danmark og Sverige. Andre infrastrukturforetak som for eksempel Imarex ASA og Nord Pool ASA konkurrerer på verdensmarkedet. Dette er foretak som blant annet organiserer derivathandel. En slik virksomhet har ikke samme naturlige tilknytning til den lokale markedsplassen som de finansielle instrumenter som primært handles på en verdipapirbørs. Foretak som organiserer derivathandel konkurrerer dessuten både mot markedsplasser med tilsvarende handelsportefølje og mot markedsplasser som handler derivater med andre underliggende objekter.

I Danmark og Sverige er det ingen absolutte eierskranker. Reguleringen bygger på en egnethetsvurdering, se kapittel 4 ovenfor. Heller ikke de engelske skipsmeglerforetak som i praksis er Imarex ASAs viktigste konkurrenter, er underlagt denne type lovbundne eierskapsbegrensninger. Det samme gjelder andre foretak som utgjør Nord Pools konkurrenter i derivatmarkedet. Her kan det riktig nok fremheves at slik forskjell i lovgivningen forelå allerede ved innføringen av dagens norske eierbegrensningsregler, se for eksempel Ot.prp. nr. 73 (1999–

2000) s. 58 om forholdet til dansk og svensk rett. Dette ble den gang ikke ansett som et avgjørende hinder for å innføre norske regler om eierskapsbegrensning.

Arbeidsgruppen vil imidlertid fremheve at utviklingen både teknologisk og strukturelt i stadig større grad går i retning av økt konkurranse mellom infrastrukturforetak på tvers av nasjonale grenser. Også naturlige monopoler som Oslo Børs og Verdipapirsentralen vil i økende grad utsettes for konkurranse for deler av virksomheten. Av den grunn er det viktig å sikre at norske infrastrukturforetak ikke har dårligere rammebetingelser enn konkurrentene. Arbeidsgruppen mener derfor 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.

#### **6.3.4 Konkurranse mellom infrastrukturforetak i det norske markedet**

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.

I utgangspunktet er dette forhold som ivaretas av konkurranseretten. Den norske konkurranseloven utelukker imidlertid ikke at også infrastrukturlovgivningen kan og bør fremme slike hensyn. Næringsstrukturen er en sentral premiss for konkurranse i et marked. Det samme gjelder rammebetingelsene for etablering av ny virksomhet. Dertil kommer at konkurranse på hjemmemarkedet kan bidra til å fremme norske infrastrukturforetaks konkurranseevne internasjonalt. Presset på løpende effektivisering og produktutvikling er ofte mindre hos en naturlig monopolist enn hos virksomheter i et konkurranseutsatt marked.

Arbeidsgruppen mener at dagens norske eierbegrensningsregler bidrar til å hindre konkurranse i det norske markedet. Riktig nok kan bortfall av eierbegrensningsregler åpne for krysseierskap. Imidlertid vil krysseierskap kun være konkurransehemmende i den grad dette omfatter flere aktører som opererer i samme marked. "Monopolistene" Oslo Børs og Verdipapirsentralen eies i dag av samme holdingselskap, men dette synes mindre problematisk så lenge disse ikke opererer i samme marked. Derimot er det mer aktuelt å vurdere eierbegrensningsreglens betydning i et konkurranseperspektiv i forhold til nyetableringer. I et marked med en tilnærmet monopolist, vil etablering av konkurrerende virksomhet kreve et solid kapitalgrunnlag og en betydelig risikovilje. Det er primært industrielle aktører som er villige til å ta slik risiko. Industrielle eiere vil vanligvis kreve betydelig innflytelse. En eier- og stemmebegrensning på 10 % for børs- og verdipapirsentraler bidrar derfor til å konservere dagens monopoler. Av den grunn tilsier hensynet til styrket konkurranse i det norske verdipapirmarkedet at eierbegrensningsreglene oppheves eller justeres.

### 6.3.5 Forholdet til finansieringsvirksomhetsloven § 2-2

Da dagens regelverk opprinnelig ble innført, jf. verdipapirhandelloven 1997 § 6-1 siste ledd, børsloven 2000 § 4-1 og verdipapirregisterloven § 5-2, eksisterte det en parallell bestemmelse i finansieringsvirksomhetsloven 10. juni 1988 nr. 40 § 2-2. Ved endringslov 20. juni 2003 nr. 42 ble eierbegrensnings- og stemmebegrensningsreglene i finansieringsvirksomhetsloven § 2-2 til § 2-4 opphevet. En 10 % eierbegrensning ble erstattet av en subjektiv egnethetsvurdering. Endringene i finansieringsvirksomhetsloven kan være av interesse for infrastrukturforetakene ut fra tre synsvinkler:

For det første kan det reises spørsmål om konsekvens i regelverket tilsier at finanslovgivningen bør ha sammenfallende eierbegrensningsregler. Dette gir oversikt og i noen grad forutberegnelighet. Dertil kommer at finansinstitusjoner og deres virksomhet, herunder eierskap i Bankens betalingssentral (BBS), utgjør en del av finansmarkedets infrastruktur. Mot dette kan det imidlertid påpekes at forarbeidene til deler av dagens infrastrukturlovgivning legger opp til at konsekvensargumenter primært har vekt der hvor virksomheten er nærmest sammenfallende. I forarbeidene til verdipapirregisterloven er det således uttalt at parallelle eierbegrensningsregler i børsloven 2000 § 4-1 ikke var et tungtveiende argument. Virksomhetene var for ulikartede. Når konsekvensargumentet ikke er tillagt betydning selv ikke innen sentral infrastrukturlovgivning, svekkes vekten av en parallell til finansieringsvirksomhetsloven.

For det annet kan endringene i finansieringsvirksomhetsloven § 2-2 til § 2-4 være av interesse ut fra de hensyn som begrunnet lovendringen. I denne forbindelse er det sentralt å se både på de grunnleggende hensyn bak eierbegrensningsreglene i finansieringsvirksomhetsloven og på hvorfor dette regelverket ble endret. Bakgrunn for endringene er omtalt i Ot.prp. nr. 50 (2002–2003) s. 12–16.

I hovedsak var eierbegrensningsreglene for finansinstitusjoner opprinnelig begrunnet med behovet for å unngå sammenblanding av eierinteresser og kredittgivning, unngå maktkonsentrasjon i viktige samfunnsinstitusjoner og unngå konkurransehemmende krysseierskap. Slik sett var de grunnleggende hensyn bak finansieringsvirksomhetslovens eierbegrensninger forskjellige fra reglene for børs, verdipapirregister og oppgjørssentraler. Foretak under finansieringsvirksomhetsloven kan spille en mer aktiv rolle som aktør i motsetning til infrastrukturforetakenes rolle som markeds plass med tilknyttede tjenester. Hensyn som uavhengighet, nøytralitet og integritet, er relevante men har ikke vært trukket frem med avgjørende vekt i forhold til de nå opphevede eierbegrensningsreglene i finansieringsvirksomhetsloven.

Endringen av finansieringsvirksomhetsloven § 2-2 til 2-4 ble initiert dels av en funksjonsvurdering og dels av en mulig motstrid med prinsippet om fri flyt av kapital, jf. EØS-avtalen artikkel 40. Funksjonsvurderingen refererte til at selv om reglene hadde virket tilfredsstillende, var konkurransesituasjonen i det norske finansmarkedet nå endret. En tilsvarende argumentasjon er ikke overførbar på infrastrukturlovgivningens eierbegrensningsregler. Utviklingen i konkurransesituasjon, produktspekter og andre forhold er ulik for finansinstitusjoner og infrastrukturforetak i mer snever forstand. Vurderingen av EØS-

forpliktelsen refererte til innholdet av ”allmenne hensyn” for så vidt gjelder denne type virksomhet. Av den grunn er heller ikke denne begrunnelsen for regelendring direkte overførbar infrastrukturlovgivningen.

For det tredje kan endringene i finansieringsvirksomhetsloven § 2-2 til § 2-4 være av interesse som et eksempel på hvordan et alternativt eierkontrollregime kan utformes. Dette er imidlertid ikke et argument i seg selv for å endre dagens regelverk.

På denne bakgrunn finner arbeidsgruppen at opphevelsen av eier- og stemmebegrensningsreglene i finansieringsvirksomhetsloven i liten grad vil være et argument for å endre dagens regler for infrastrukturforetak.

### **6.3.6 Aktiv eierstyring**

Dagens eierbegrensningsregler har til formål å motvirke eiermisbruk, se kapittel 6.2.1.1. Forarbeidene bygger imidlertid på at aktiv eierstyring er positivt.

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. Problemene 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.

Mot dette kan det påpekes at allmennaksjeloven prinsipielle utgangspunkt er at man kan utøve en forholdsmessig eierstyring. Majoritetsprinsippet åpner for at det skal være mulig å kontrollere selskapet gjennom et flertall av stemmene på generalforsamlingen. Tanken er at eiernes ønske om gevinstmaksimering vil bidra til at foretaket drives effektivt. Forutsatt at det er mulig å etablere konkurrerende virksomhet, vil effektiv drift av infrastrukturforetaket medføre lavere kostnader for kundene. Dertil kommer at også administrasjonen påvirkes av ”utenforliggende hensyn”. Administrasjonen kan ha en egeninteresse i å holde på egne posisjoner og dermed konservere dagens næringsstruktur. Alternativt kan personlig prestisje medføre ulønnsom ekspansjon. Av den grunn bygger allmennaksjeloven på en maktfordeling som legger ulike oppgaver på generalforsamlingen, styret og daglig leder. Eier- og stemmebegrensningsregler endrer i praksis denne balansen.

Verdien av aktiv eierskap har i de senere år blitt fremhevet i de fleste land det er naturlig å sammenligne seg med. Muligheten for aktiv eierstyring er en sentral del av debatten om

eierstyring og selskapsledelse, såkalt ”corporate governance”. Dette har blant annet kommet til uttrykk i Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse av 4. desember 2007. Anbefalingen retter seg direkte mot børsnoterte selskaper, men gir også uttrykk for generelle normer for eierstyring og selskapsledelse. Eierbegrensning er behandlet som en potensiell omsetningsbegrensning, se kommentaren til punkt 5 anbefalingen. Slike skranker bør unngås med mindre det foreligger ”skjellig grunn”. Anbefalingen uttrykker for øvrig også skepsis til å vedtektsfeste denne type skranker. Skepsisen gjelder alle tiltak som gjør det vanskelig å komme i posisjon for å utøve en forholdsmessig eierstyring.

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.

### **6.3.7 Infrastrukturforetakenes offentlige oppgaver, sanksjonskompetanse m.v.**

Infrastrukturforetak er i en rekke sammenhenger tillagt oppgaver av offentligrettslig karakter. For regulerte markeder/børser gjelder dette dels oppgaver delegert fra myndighetene og dels oppgaver som er nødvendige i kraft av å være et regulert marked. Her kan nevnes prospektkontroll og markedsovervåking, se børsloven §§ 24 og 27. Dertil kommer sanksjonskompetansen. Et regulert marked kan for eksempel pålegge løpende mulkt og overtredelsesgebyr, se børsloven §§ 30 og 31. Overtredelsesgebyret pålegges blant annet ved brudd på børsloven og forskrifter gitt i medhold av denne loven.

Kompetanse til å håndheve offentlig myndighet er fremhevet av Finansdepartementet som begrunnelse for å opprettholde dagens eierbegrensningsregler, se brev til ESA datert 1. september 2004. Dette skyldes blant annet at håndhevelsen beror på skjønn. I en slik sammenheng er det særlig viktig for tilliten til det norske markedet at det ikke finnes grunn til å mistenke infrastrukturforetak for å favorisere egne eiere.

Et tilsvarende synspunkt gjør seg også gjeldende for den del av infrastrukturforetakenes virksomhet som har direkte virkning for markedsaktørens rettsforhold. Et eksempel er verdipapirregisterets føring av aksjeeierregister, se allmennaksjeloven § 4-4 første ledd. Dette er ”grunnboken” for aksjer. Tidspunktet for innføringen i aksjeeierregisteret er blant annet avgjørende for utøvelse aksjonærrettigheter, se allmennaksjeloven § 4-2 første ledd. Dette kan ha stor betydning i en tilspisset oppkjøpssituasjon.

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.

Vekten av dette argumentet vil variere med omfanget av tilsyns- og sanksjonsoppgaver. Det samme gjelder rettsvirkninger av infrastrukturforetakets tjenester. Av den grunn kan det trekkes et skille mellom regulerte markeder og verdipapirregister på den ene side, og oppgjørssentraler på den annen side. Oppgjørssentraler har en mer begrenset funksjon enn de først nevnte, og forholdet til ovennevnte funksjoner er derfor ikke i samme grad et argument for å opprettholde dagens eierbegrensningsregler.

### **6.3.8 Effektivt tilsyn**

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 forbeholdt de unntakstilfeller hvor det gis dispensasjon fra eierbegrensningsreglene.

### **6.3.9 Forvaltningskjønn og politisk styring**

Infrastrukturlovgivningen åpner for en viss grad av løpende politisk styring med finansmarkedet. Slik styring er nødvendig for å sikre et godt fungerende marked. Offentlig styring kan brukes som et korrektiv til et imperfekt marked og dermed bidra til å fremme lovgivningens overordnede formål.

I dagens regelverk er det krav om konsesjon for sentrale sider av infrastrukturforetakenes virksomhet. Konsesjonsvilkår er en hensiktsmessig legislativ mekanisme for å utøve politisk styring ved konsesjonstildelingen. Det kan settes vilkår for konsesjonen. Dertil kommer egnethetskrav knyttet til ledelsen og forskriftskompetanse hjemlet i lovgivningens virksomhetsregler. For oppgjørssentraler foretas det dessuten en egnethetsvurdering av eiere som har eller kontrollerer en eierandel mellom 10 % og 20 %.

Gjeldende eier- og stemmebegrensningsregler gir derimot lite spillerom for løpende politisk styring. Fra dette gjelder det to unntak. 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 punktum. Også for oppgjørssentraler er det en dispensasjonsadgang men uten at det stilles krav om "særlige tilfeller", se verdipapirhandelloven § 13-1 syvende ledd annet punktum.

Dispensasjonsadgang ved strategisk samarbeid åpner kun for styring i en avgrenset situasjon. Også styringsrommet for den generelle dispensasjonsadgangen er begrenset i den grad denne gjelder "særlige tilfeller". De dispensasjoner som har vært gitt er tidsbegrenset og er begrunnet i eierforhold som har oppstått som følge av overgangssituasjoner, se kapittel 3 ovenfor. Slik sett har man lagt seg på en streng dispensasjonspraksis. Dette bidrar til å redusere tvil om hvilke skjønnspremisser som kan inngå i vurderingen. På den annen side reduserer en streng og konsekvent praksis myndighetenes mulighet for en offensiv bruk av dispensasjoner som verktøy for politisk styring.

På denne bakgrunn mener arbeidsgruppen 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.

#### **6.3.10 Konklusjon om grunnleggende hensyn**

Arbeidsgruppen mener gjennomgangen av ovennevnte momenter viser at man kan endre eier- og stemmebegrensningsreglene og likevel ivareta de grunnleggende hensyn bak dagens regelverk.

Om man av den grunn bør endre regelverket, beror på endringsforslaget. Ettersom dagens regelverk allerede ivaretar hensynet til uavhengighet, nøytralitet og integritet, vil et sentralt poeng med en endring være å fremme infrastrukturforetakenes konkurransevne. Regelverket bør gi norske infrastrukturforetak fleksibilitet til å delta i eventuelle strukturendringer. Man bør også sikre like rammevilkår som hos konkurrenter og styrke muligheten for aktiv eierstyring. Dertil kommer at en endring av dagens eier- og stemmebegrensningsregler kan bedre konkurransen mellom leverandører av infrastrukturtenester i det norske verdipapirmarkedet. Videre kan en endring bedre muligheten for offentlig styring med hvem som eier infrastrukturforetakene.

## **7 Hovedpunkter i endringsforslaget**

### **7.1 Alternative modeller**

#### **7.1.1 Oversikt**

En endring av dagens eier- og stemmebegrensningsregler kan i grove trekke tenkes etter tre hovedmodeller. Modellene utgjør ikke fastlåste alternativer. Hver av dem kan endres og suppleres med komponenter fra øvrige modeller. Poenget er å synliggjøre alternativer. Man kan foreta en inndeling som følger:

1. Eier- og stemmebegrensningsreglene fjernes. Dagens regler for eierkontroll videreføres for så vidt gjelder aksjonærer som eier eller kontrollerer stemmer tilsvarende en ”betydelig eierandel”. Dette gjelder egnethetsvurderingen i børsloven § 17 og verdipapirhandelloven § 13-1 fjerde ledd. Tilsvarende regler innføres for verdipapirregister.
2. Eier- og stemmebegrensningsreglene beholdes, men taket heves. Endringen kan kombineres med eierkontroll i form av en egnethetsvurdering i intervallet mellom en betydelig eierandel og eierskapstaket. Et slikt system finnes allerede i verdipapirhandelloven § 13-1 fjerde og syvende ledd. For børser må en heving av eierskapstaket kombineres med en egnethetsvurdering, jf. MiFID artikkel 38, som gjelder alle regulerte markeder.
3. Dagens eier- og stemmebegrensningsregler fjernes. Reglene erstattes av en bred egnethetskontroll for personer som eier eller kontrollerer stemmer tilsvarende en ”betydelig eierandel”. Dette skiller seg fra modellen i punkt 1 ved at egnethetsvurderingen går lenger enn vurderingen av eierens subjektive forhold (”fit and proper”). En slik utvidet vurdering kan for eksempel gjelde interessekonflikter, næringsstruktur, konkurranse og muligheten for et effektivt tilsyn.

#### **7.1.2 Premisser for valg av modell**

Valget mellom modeller må ta utgangspunkt i de hensyn endringen skal ivareta, se kapittel 6.3.10. Dertil må det tas høyde for at de nevnte hensyn gjør seg gjeldende med ulik vekt for de forskjellige infrastrukturforetak. Av den grunn må anvendelsen av ovennevnte modeller drøftes separat for de ulike typene infrastrukturvirksomhet.

### **7.2 Forslag til endringer**

#### **7.2.1 Oppgjørssentraler**

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 eierbegrensningsreglene. 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 eierbegrensningsreglene.

Arbeidsgruppen mener på denne bakgrunn at eierbegrensningsreglene for oppgjørssentraler bør oppheves. En slik endring vil også være i samsvar med de entydige ønsker som har fremkommet fra de oppgjørssentralene som har gitt innspill til arbeidsgruppen. Forslaget er for øvrig i samsvar med vurderingen i Ot.prp. nr. 29 (1996–97) s. 120, jf. ovenfor i kapittel 3.4.3.

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 egnet til å sikre en ”god og fornuftig forvaltning av selskapet”, jf. verdipapirhandelloven § 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 eierbegrensningsreglene medfører sammenlutninger som svekker tilliten til det norske verdipapirmarkedet, kan verdipapirhandelloven § 13-4 på et senere tidspunkt eventuelt suppleres med krav til en bredere egnethetsvurdering. En forbigående periode uten eierbegrensningsregler eller en utvidet egnethetsvurdering, vil neppe være egnet 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.

Den foreslåtte lovendringen kan gjennomføres ved at verdipapirhandelloven § 13-1 syvende ledd oppheves. Kravene til eiers egnethet følger da av § 13-1 fjerde ledd første punktum. Videre medfører § 13-1 fjerde ledd annet punktum, jf. § 9-10 tredje ledd at det skal gis melding til Kredittilsynet ved økning i andel av aksjekapital eller stemmer når disse når opp til eller overstiger 20 %, 33 % eller 50 %. Kredittilsynet kan innen tre måneder nekte gjennomføring av ervervet. På tilsvarende vi skal det gis melding dersom eierandelen kommer under de nevnte grensene samt under grensen for "betydelig eierandel", se verdipapirhandelloven § 9-10 syvende ledd.

## **7.2.2 Regulerte markeder**

Erverv av en betydelig eierandel i regulert marked er underlagt en subjektiv egnethetsvurdering. Kredittilsynet skal nekte slikt erverv dersom ikke vedkommende "anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket", jf. børsloven § 17 tredje ledd.

Arbeidsgruppen finner ikke grunn til å foreslå endringer på dette punkt. Riktig nok driver slike foretak markedsovervåkning. Overvåkingen har til formål å avdekke brudd på relevante lover og regler, markedets egne regler og rettsstridige handelsforhold, se børsloven § 27. Vesentlige brudd skal rapporteres til Kredittilsynet. Dertil kommer at et regulert marked kan pålegge løpende mulkt og overtredelsesgebyr, jf. børsloven §§ 30 og 31. Dette er momenter som trekker i retning av tett offentlig kontroll med hvilke eiere som kan utøve betydelig innflytelse på foretaket. På den annen side fyller dagens regelverk de minimumskrav som følger av MiFID artikkel 38. Også markedsovervåkning er regulert av MiFID, se direktivet artikkel 43. Videre kan det påpekes at arbeidsgruppen ikke har mottatt innspill om å skjerpe eierkontrollen med regulerte markeder, verken i form av eierbegrensningsregler eller krav om strukturell egnethet. Arbeidsgruppen er heller ikke kjent med at land det er naturlig å sammenligne seg med, stiller strengere krav enn hva som følger av børsloven § 17 tredje ledd. 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.

## **7.2.3 Børser**

### **7.2.3.1 Utgangspunkter**

En børs er et regulert marked med særskilt tillatelse etter børsloven § 33, se børsloven § 3 annet ledd. For å få slik tillatelse stilles det krav om at vedtekter og endringer skal forelegges konsesjonsmyndigheten for godkjennelse. Dertil kommer kompetansen til å gi forskrift som regulerer innholdet i børsens vedtekter, se § 33 annet ledd. Tillatelse etter § 33 åpner for bruken av "børs" i foretakts navn, se bestemmelsens første ledd. Ønsker foretaket å avhenge en vesentlig

del av den konsesjonspliktige børsvirksomheten, stilles det krav om kvalifisert flertall på foretakets generalforsamling, se børsløven § 33 tredje ledd.

Skillet mellom børs og regulert marked er mindre enn skillet mellom børs og autorisert markedsplass etter børsløven 2000 § 1-3, se Ot. prp nr. 34 (2006–2007) s. 181 og 190. Likevel ble eier- og stemmebegrensningsreglene i børsløven 2000 §§ 4-1 til 4-3 videreført i den nye børsløven §§ 35-37. Man endret altså de materielle reglene uten at eierskapsreglene ble justert tilsvarende. En slik videreføring ble foretatt i påvente av ytterligere utredning, se Ot. prp nr. 34 (2006–2007) s. 201.

Det rettslige skillet mellom børs og regulert marked kan i liten grad begrunne en vesentlig forskjell i reglene om eierkontroll. Av den grunn er det primært den faktiske posisjonen til en nasjonal verdipapirbørs som eventuelt kan underbygge at børser bør ha eier- og stemmebegrensningsregler. Det er i dag to foretak som har konsesjon som børs. Disse er Oslo Børs ASA og Nord Pool ASA. Markedsplassene Oslo Axess, Fish Pool, FishEX og Imarex har kun konsesjon som regulert marked.

Oslo Børs ASA har tilnærmet monopol som markedsplass 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 den sentrale markedsplassen.

En derivatbørs, typisk illustrert ved 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 eierbegrensningsregler.

Oslo Børs ASA og Nord Pool ASA har overfor arbeidsgruppen gitt uttrykk for synspunkter på eventuelle lovendringer i samsvar med ovennevnte beskrivelsen av faktiske forskjeller. Oslo Børs har fremhevet behovet for lovfestet eierkontroll. Slik kontroll kan utøves ved eier- og stemmebegrensningsregler eller som en utvidet egnethetsvurdering med vekt på strukturelle forhold og børsens uavhengighet. Nord Pool har derimot fremhevet foretakets behov for å kunne inngå i større strukturer uten hinder av dagens eier- og stemmebegrensningsregler.

Ovennevnte faktiske forskjeller illustrerer problemet med å lage ensartede regler for børser. Dagens eier- og stemmebegrensningsregler er i utgangspunktet tilpasset den virksomhet som drives av en verdipapirbørs. Selv om det også kan være behov for justering av regelverket som følge av økt konkurranse mellom verdipapirbørser, er det påkrevet med en betydelig offentlig kontroll som bidrar til at eiersammensetningen i en nasjonal verdipapirbørs ikke svekker tilliten til hele det norske verdipapirmarkedet. Av den grunn vil arbeidsgruppens videre drøftelse ta utgangspunkt i den faktiske situasjon som gjelder verdipapirbørs. Det foretas altså en interesseavveining for å finne hvilket fokus eierkontrollreglene bør ha. I den sammenheng må hensynet til derivatbørser vike. Oppfattes de foreslåtte eierbegrensningsregler som u hensiktsmessige av en derivatbørs, kan det være et alternativ å søke om endret konsesjonsklasse fra børs til regulert marked.

Arbeidsgruppen legger særlig vekt på børsens uavhengighet, nøytralitet og integritet. Dette er grunnleggende hensyn som er sentrale for tilliten til det norske verdipapirmarkedet. Samtidig synes utviklingen i et stadig mer globalisert finansmarked å gå i retning av at nasjonale verdipapirbørser blir en del av større sammenlutninger. Dette er positivt fordi effektivisering av børsens tjenester kan gi markedsaktørene lavere transaksjonskostnader. Videre kan slik effektivisering være nødvendig for at norske børser skal kunne opprettholde dagens aktivitetsnivå selv med den økende internasjonale konkurransen. Det er liten hjelp i å være naturlig monopolist dersom markedet er marginalt. Dertil kommer at muligheten for å inngå i større sammenslutninger, kan bedre muligheten for at en nasjonal verdipapirbørs kan markedsføres som spesialbørs for utvalgte markedssegmenter hvor Norge har kompetanse som gir komparative fortrinn. Energi, shipping og sjømat er eksempler på slike områder. Det er neppe realistisk at en norsk verdipapirbørs kan innta en ledende rolle i en internasjonal omstrukturingsprosess. Samarbeid som styrker posisjonen som spesialbørs eller nasjonal børs kan imidlertid åpne for videre vekst i det norske verdipapirmarkedet.

Det tilligger ikke arbeidsgruppen å skissere hva som vil være den optimale samarbeidsform for en nasjonal verdipapirbørs og det norske finansmarkedet. Fra et lovgiverperspektiv er poenget primært å utforme et regelverk som åpner for fleksibilitet samtidig som man ivaretar hensynet til uavhengighet, nøytralitet og integritet. Samtidig er det ønskelig med en stor grad av avklarte retningslinjer som skaper forutberegnelighet. Et regelverk som gir fleksibilitet gjennom en svært vid og uspesifisert skjønnskompetanse for forvaltningen, kan i praksis vise seg å gi et utilstrekkelig vern for ovennevnte hensyn.

### **7.2.3.2 Endring av dagens eier- og stemmebegrensningsregler**

På bakgrunn av ovennevnte utgangspunkter vil arbeidsgruppen foreslå endringer i dagens regelverk. Når det gjelder omfanget av endringene, har arbeidsgruppen delt seg i et flertall og et mindretall.

*Arbeidsgruppens flertall*, medlemmene Broch Mathisen, Harto, Mydske, Opsanger Rebbestad, og Truyen, foreslår at dagens eierbegrensningsordning videreføres på generell basis, men at det gjøres unntak for eiere som i det vesentlige driver eller eier regulert marked, liknende markeds plass eller tilknyttet infrastrukturvirksomhet. Det legges altså opp til et *tosporet system* hvor skillet tar utgangspunkt i egenskaper ved aksjonærenes virksomhet. Et slikt tosporet system

vil etter flertallets vurdering på en bedre måte enn en ren skjønnsbasert modell fange opp de grunnleggende ulike hensyn som gjør seg gjeldende i forhold til eiere som også benytter børsens tjenester (for eksempel banker eller meglerforetak) på den ene siden og eiere som allerede driver børsvirksomhet på den annen.

I forhold til eiere som benytter børsens tjenester, kan arbeidsgruppens flertall vanskelig se at det vil være aktuelt å gi tillatelse til en dominerende eierposisjon. I en slik situasjon er det bedre om den reelle hovedregel klart fremgår av loven, i stedet for å la det være opp til forvaltningen å vurdere saker konkret. I forhold til eiere som driver likeartet virksomhet (typisk utenlandsk børs eller verdipapirregister), vil det imidlertid være grunn til å foreta en mer konkret vurdering. I slike situasjoner vil det sjelden oppstå spørsmål om børsen vil søke å favorisere eieren under utøvelse av børsfunksjoner. På den annen side må det foretas en mer konkret vurdering av andre forhold, se nærmere nedenfor om relevante skjønnsmomenter. Mer konkret kan et slikt tosporet system utformes som en hovedregel og et unntak.

Forslagets *hovedregel* er at ingen i utgangspunktet kan eie mer enn 20 % av aksjene eller kontrollere mer enn 20 % av stemmene i et børsforetak. Sammenlignet med dagens regler innebærer dette en heving av det generelle eierskapstaket fra 10 % til 20 %. 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.

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 eierskapstakets 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.

Med et eierskapstak på 20 %, kan det ikke utelukkes at den relative stemmevekten i mange tilfeller blir en del større enn eierandelen. Grensen for negativt flertall er en tredel av stemmene, jf. allmennaksjeloven § 5-18. Et negativt flertall kan blokkere vedtektsendringer, typisk ved en fusjon. Arbeidsgruppens flertall mener imidlertid at det er rom for slik eierskapsinnflytelse uten at dette svekker tilliten til børsen uavhengighet. Der hvor generalforsamlingens dagsorden omfatter kontroversielle saker, antas det for øvrig at fremmøteprosenten vil øke slik at en stemmeandel på 20 % sjelden vil gi en relativt vekt opp mot 34 %. En eierskapsgrense på 20 %

vil derfor fortsatt sikre et spredt eierskap og tilsvarende spredning av innflytelsen, selv uten stemmebegrensingsregler.

*Unntaket* åpner for erverv av eierandel utover 20 %. Forslaget tar utgangspunkt i at eierbegrensingsreglene ikke gjelder eiere som i det vesentlige driver eller eier regulert marked, liknende markedsplass eller tilknyttet infrastrukturvirksomhet. 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 eierbegrensingsregler. Av den grunn omfatter unntaket også sideordnet virksomhet som blant annet verdipapirregister og oppgjørssentraler. Etersom vilkåret er virksomhetsorientert, omfattes videre utenlandske aktører underlagt andre regelverk så lenge deres virksomhet fyller nevnte vilkår. Hvem som faller inn under begrepene "liknende markedsplass" og "tilknyttet infrastrukturvirksomhet" vil for øvrig bero på en formålsoverordnet tolkning. Formålet 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 markedsplasstrukturer. Slik sett er dette en videreføring av de hensyn som ligger bak den någjeldende børsloven § 35 tredje ledd om strategisk samarbeid.

Skal det foreslåtte unntaket fylle sitt formål, må det etableres mekanismer for å kontrollere den bakenforliggende rekke av eierskap. Kjøpes en norsk børs av et utenlandsk børsforetak og dette igjen eies av en stor aktør i kapitalmarkedet, kan eierskapet bidra til å svekke tilliten til den norske børsen. I mange tilfeller vil foretak som har finansiell styrke til å ha en vesentlig eierandel i et multinasjonalt børsforetak, også være en betydelig aktør i kapitalmarkedet. Pensjonsfond og nasjonale formuesfond er eksempler på dette. Arbeidsgruppens flertall er av den oppfatning at slike aktører verken direkte eller indirekte bør kunne eie mer enn 20 % i en norsk børs. Sammenslutninger hvor norske børser skal inngå bør primært være eiet av andre børselskaper, markedsplasser mv. som i siste ledd har en spredt eierstruktur.

Bakenforliggende eierforhold er imidlertid problematisk å regulere uttømmende i en lovtekst. Typetilfellene er tallrike. Det samme er ulike nasjonale reguleringer av aktuelle eierforetak. Av den grunn foreslår arbeidsgruppens flertall at unntaksbestemmelsen i utgangspunktet kun regulerer direkte eierskap. Indirekte eierskap som er egnet til å skape tvil om børsens uavhengighet, integritet og nøytralitet kan eventuelt medføre at den direkte eieren ikke er egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av børsen, se om egnethetsvurderingen i kapitlet nedenfor. Bakenforliggende eierskap er et forhold som fanges opp av skjønnsmomentet i forslaget til børsloven § 35 tredje ledd tredje punktum bokstav g.

*Arbeidsgruppens mindretall*, medlemmet Løfsgaard, foreslår at dagens eierbegrensingsregler oppheves. Eierskapet for børser bør, på samme måte som for andre regulerte markeder, kun undergis slik egnethetsvurdering som følger av børsloven § 17. Ovennevnte grunnleggende hensyn ivaretas i tilstrekkelig grad ved slik egnethetsvurdering. Ytterligere restriksjoner er ikke nødvendige. Dertil kommer at mindretallets forslag skaper enhetlige regler i børsloven. Videre er dette sammenfallende med mindretallets forslag til endringer av verdipapirregisterloven og i samsvar med den samlede arbeidsgruppens forslag til endringer av regelverket for oppgjørssentraler.



Mindretallet mener at behovet for forutsigbare rammebetingelser tilsier at man nå vedtar et lovverk som utvilsomt vil stå seg i forhold til EØS-retten, og som samtidig ikke er egnet til å diskriminere mellom norske og utenlandske eiere som ønsker en større eierandel enn i dag. Istedenfor å formulere en detaljert unntaksbestemmelse som gir en trang åpning til aktører – primært utenlandske – som ønsker å erverve en høyere eierandel enn 20 %, synes det mer hensiktsmessig å basere seg på de regler som følger av MiFID, og som er implementert i lov om regulerte markeder § 17. Enhver kjøper som ønsker en betydelig eierandel vil da måtte prøves av tilsynsmyndighetene i samsvar med det som er anerkjent og akseptert tilsynspraksis. Å liste opp de ulike hensynene i loven kan snart vise seg utilfredsstillende og foreldet. Som kjent er tilsynspraksis ikke et statisk begrep, og de hensyn som er førende for tilsynspraksis, er under kontinuerlig utvikling i det indre marked. 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. Dette medlemmet slutter seg for øvrig til de tilsynsmessige betraktninger som arbeidsgruppen fremfører om betydningen av børsens uavhengighet, integritet etc. Mindretallet er enig med arbeidsgruppens flertall i at dagens stemmerettsbegrensningsregler bør oppheves.

### 7.2.3.3 Egnethetsvurderingen

Ovennevnte forslag fra arbeidsgruppens flertall åpner for at det må etableres et *to delt system* for egnethetsvurdering.

*Første del* gjelder egnethetsvurderingen i børsloven § 17. En konsekvens av å heve det generelle eierskapstaket fra 10 % til 20 % er at børsloven § 17 kommer til anvendelse for eierskap i dette intervallet. Samtlige eiere som erverver aksjer eller stemmer som utgjør en betydelig eierandel (10 %) må på forhånd melde ervervet til Kredittilsynet. Gjennomføringen av ervervet skal innen tre måneder fra melding nektes dersom vedkommende aksjonær ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket, jf. § 17 tredje ledd. Ved reduksjon av eierandelen til under 10 % skal det på tilsvarende vis gis melding. Også eiere som nevnt i det foreslåtte unntaket fra eierskapstaket på 20 %, må melde ervervet og fylle egnethetsvilkåret i samsvar med børsloven § 17, med mindre ervervet omfattes av børsloven § 35 tredje ledd, se nedenfor.

*Andre del* gjelder en egnethetsvurdering som kommer i tillegg til vurderingen etter børsloven § 17. Denne vurderingen forbeholdes eierskap som overstiger 20 %. Av den grunn kommer denne vurderingen kun på spissen for eiere som selv driver regulert marked, liknende markedsplassvirksomhet eller virksomhet som har naturlig sammenheng med dette. Det er kun slike eiere som er unntatt fra det foreslåtte eierskapstaket.

Formålet med denne egnethetsvurderingen er å gi myndighetene et styringsredskap for å sikre at eierskap utover 20 % 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. Ved utformingen av denne egnethetsvurderingen står lovgiver relativt fritt til å fastsette vilkår. De krav som følger av egnethetsvilkårene i MiFID er dekket ved børsloven § 17. Dette gjelder også de krav som etter MiFID artikkel 38 nr. 3 stilles til erverver av ”kontrollerende interesse”, se kapittel 5.3.2.1 ovenfor. Eventuelle EØS-

restriksjoner på flertallets forslag til supplerende egnethetsvurdering ligger derfor i den EØS-rettslige primærlovgivning, se nedenfor i kapittel 7.2.3.5.

Ettersom denne egnethetsvurderingen er et styringsredskap, foreslås det at erverver i forkant av ervervet må avklare at vedkommende fyller vilkårene for eierskap. Det dreier seg altså om en form for eierkonsesjon, se også tilsvarende i finansieringsvirksomhetsloven § 2-3. Dette i motsetning til børsloven § 17 hvor det kun skal gis melding til Kredittilsynet. Styringshensynet tilsier dessuten at den egnethetsvurderingen blir lagt til departementet. Departementet kan velge å delegere slik myndighet til Kredittilsynet.

Egnethetsvilkårenes innhold må utformes i lys av styringshensynet men også med tanke på at eierskap utover 20 % grensen åpner for et utvidet kontrollbehov. Fra et styringsperspektiv vil det være effektivt å gi departementet en vid skjønnskompetanse til å vurdere om erverver er egnet. Departementet kan avpasse sitt skjønn til hva som til enhver tid er hensiktsmessig for verdipapirmarkedet.

En vid skjønnskompetanse har imidlertid også enkelte ulemper. For det første har potensielle erververe et legitimt behov for forutberegnelighet. Erverv av mer enn 20 % i en børs vil ofte skje som en del av en konsolideringsplan med dertil tilhørende kostnader. I en slik situasjon er det ikke ønskelig å måtte forholde seg til et uspesifisert hensiktsmessighets-skjønn.

For det andre kan dette svekke formålet med eierbegrensnings- og eierkontrollreglene. En rekke aktører har gitt uttrykk for at en vid skjønnskompetanse i praksis er lite egnet til å ivareta de hensyn eierbegrensningsreglene skal fylle. En vid kompetanse uten lovfestede skjønnspremisses åpner for at det vern som ligger i en eierkonsesjon lett vil svikte under politisk eller økonomisk press.

For det tredje vil en eierkonsesjonsordning med lovfestede skjønnspremisses gjøre det enklere å dokumentere at norsk lovgivning fyller forholdsmessighetskravet som følger av EØS-rettens lære om unntaket for allmenne hensyn. En vid og uspesifisert skjønnskompetanse kan fremstå som en faktisk eierbegrensning i større omfang enn hva som er reglenes formål. Formålet med unntaksreglen og tilhørende egnethetsvurdering er å åpne for integrering mellom andre markeds plassaktører og norske børses.

På bakgrunn av ovennevnte momenter vil arbeidsgruppens flertall foreslå en egnethetsvurdering som går lenger enn erververens subjektive egenskaper ("fit and proper"). 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. De enkelte skjønnsmomenter omtales nedenfor i spesialmerknadene til børsloven § 35.

#### 7.2.3.4 Forbudssoner

Et særlig spørsmål er om foretak som kan gis tillatelse til å erverve mer enn 20 % av aksjene i børs, skal være underlagt et alminnelig skjønnsbasert regime på alle eierskapsnivåer opp mot 100 %, eller om det bør gjelde såkalte "forbudssoner" hvor det i utgangspunktet ikke skal åpnes for skjønn.

En slik regel gjaldt tidligere for finansinstitusjoner, jf. omtale i Ot.prp. nr. 50 (2002–2003) kapittel 5. Andre enn finansinstitusjoner kunne ikke eie mer enn 10 % av aksjene i en finansinstitusjon. Finansinstitusjoner var unntatt fra dette forbudet, under forutsetning av at de eide 100 % av aksjene (i praksis et krav om 90 % eierskap som følge av reglene om tvangsinnløsning).

Arbeidsgruppen som ble nedsatt for å evaluere eierbegrensingsreglene for finansinstitusjoner, foreslo å videreføre prinsippet om slike forbudssoner. Arbeidsgruppen begrunnet forslaget slik (NOU 2002:3 punkt 5.5.):

"Arbeidsgruppen mener at det her er behov for å etablere et klart skille mellom finansinstitusjoner med en eierstruktur basert på en flerhet av aksjeeiere, og finansinstitusjoner med en eierstruktur hvor en enkelt aksjeeier har så stor innflytelse som negativ kontroll vil gi, eller endog bestemmende innflytelse. En slik avklaring vil gi oversiktlige eierstrukturer og dermed gi andre aksjeeiere og kundene innsyn i de reelle maktforhold i institusjonen. Klarhet når det gjelder eierstrukturen og de egentlige maktforhold, vil også være viktig for effektivt tilsyn med virksomheten. Arbeidsgruppen er derfor kommet til at det ikke bør være adgang til gradvis å bygge opp en eierandel som går ut over hva som i praksis kreves for negativ kontroll, dvs. en eierandel på mer enn 25 %. En innehaver av en kvalifisert eierandel som ønsker å erverve en større andel, bør derfor bare kunne gjøre dette ved å fremsette overtakstilbud til samtlige øvrige aksjeeiere. De øvrige aksjeeiere gis dermed også en mulighet til å selge seg ut før en enkeltaksjeeier oppnår "negativt flertall"."

Etter dette foreslo arbeidsgruppen at den nedre grense for forbudssone for finansinstitusjoners eie av finansinstitusjoner skulle settes til 25 %. Når det gjaldt kravet om akseptgrad på to tredeler uttales bl.a. følgende (NOU 2002: 3 punkt 3.4 på side 29):

"Regelverket om eierskap i praksis har gitt en minoritet med eierandeler på minst 10 prosent adgang til å blokkere gjennomføringen av oppkjøp og fusjon av finansinstitusjoner. Denne adgangen er også benyttet i enkelte tilfelle. Selv om dette i det store og hele neppe har vært av vesentlig betydning for utviklingen i finansnæringen generelt sett, antar Arbeidsgruppen at et så sterkt minoritetsvern på finansområdet vanskelig lar seg rasjonelt begrunne og forsvare. Dette gjelder selv om en legger til grunn at eierskifte ved oppkjøp og fusjon vanligvis medfører slike virkninger for de ulike grupper av aksjeeierne at transaksjonene må være forankret i et klart aksjonærflertall. Gjeldende regelverk kan imidlertid medføre at selv et meget betydelig flertall av aksjeeiere fratras mulighet til å få gjennomført et fordelaktig eierskifte, og dessuten at en forholdsvis beskjeden minoritet vil få en utilsiktet sterk forhandlingsposisjon i forhold til den som vil overta en finansinstitusjon."

Arbeidsgruppen foreslo i tråd med dette at tilbudsplikten skulle suppleres med et akseptkrav på to tredeler, hvilket i realiteten ville gi en forbudssone for finansinstitusjoners eie av finansinstitusjoner mellom 25 % og to tredeler.

Departementet gikk imidlertid i mot forslaget om slike forbudssoner. Departementet uttalte i den anledning bl.a. (Ot.prp. nr. 50 (2002–2003) s. 24-25):

"Det kan anføres at en av hensyn til å sikre klare eierforhold, et effektivt tilsyn og for å unngå krysseie i finansnæringen, fortsatt bør ha absolutte regler som sikrer et klart skille mellom institusjoner som

preges av spredning på eiersiden og institusjoner som preges av konsentrasjon på eiersiden. På den annen side kan det også her anføres at en slik absolutt regel i enkelte tilfeller kan vise seg å gå lenger enn det som er nødvendig for å oppnå formålet. Det kan ikke helt utelukkes at det vil kunne oppstå tilfeller hvor det bør kunne tillates at en annen finansinstitusjon eier mellom 25 prosent og to tredeler av aksjene i en annen finansinstitusjon. For å ivareta hensynet til klare eierforhold vil en i slike tilfeller kunne vurdere å fastsette vilkår om at det oppnås en viss akseptgrad. For øvrig vises til drøftelsen av de mer generelle fordeler knyttet til et skjønnsbasert system under punkt 4.3.

Departementet kan etter dette ikke se at det foreligger tilstrekkelige grunner for å fravike et skjønnsbasert system ved erverv av mer enn 25 prosent av aksjene. Etter departementets syn vil arbeidsgruppens forslag til forbudssoner gå lenger enn det som er nødvendig for å ivareta de hensyn som fortsatt bør ivaretas av reglene om eierkontroll. Videre legger departementet til grunn at de hensyn som skal ligge bak regelverket vil kunne ivaretas på en mer treffsikker måte i et skjønnsbasert enn i et forbudsbasert system. Men dette forutsetter, som nevnt tidligere, at det er villighet til i praksis å bruke skjønnet til å avslå.”

Flertallet i arbeidsgruppen som vurderer eierbegrensningsreglene for infrastrukturforetak mener at det ikke bør innføres forbudssoner ved erverv av aksjer i børsforetak. Etter flertallets syn kan hensynet til å sikre klare eierforhold, et effektivt tilsyn og unngåelse krysseierskap tilsi at man bør ha et klart skille mellom situasjoner hvor en børs preges av spredning på eiersiden og situasjoner hvor en børs preges av konsentrasjon på eiersiden. Dette er imidlertid hensyn som vil være sentrale ved den skjønsmessige vurdering av om det bør gis tillatelse til det omsøkte ervervet eller ikke. Det vises til skjønnsmomentene i forslaget til børsloven § 35 tredje ledd tredje punktum bokstav a til g. Arbeidsgruppens flertall mener disse hensyn vil kunne ivaretas på en mer effektiv og treffsikker måte i et skjønnsbasert enn i et forbudsbasert system, jf. tilsvarende i Ot.prp. nr. 50 (2002–2003). Det anses derfor ikke å være nødvendig med særskilte lovbestemte forbudssoner ved erverv av mer enn 20 % av aksjene i en norsk børs.

#### **7.2.3.5 Forholdet til EØS-retten**

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 artikkelene 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.

Ettersom MiFID artikkel 38 er minimumsregler, vil det ikke oppstå motstrid mellom endringsforslaget og denne direktivforpliktelsen. Dersom MiFID endres i samsvar med de nye reglene om ”investeringsselskaper” (verdipapirforetak), se direktiv 2007/44/EF artikkel 3. jf. MIFID artiklene 10, 10 a og 10 b, må imidlertid så vel dagens eier- og stemmebegrensingsregler som de foreslåtte lovendringer, revideres. Det vises i den forbindelse til kapittel 5.3.2 ovenfor.

#### **7.2.4 Verdipapirregistre**

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, hvilket er viktig for næringslivets tilgang på kapital. 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 drives ikke markedsovervåking, prospektkontroll mv. På den annen side er verdipapirregistreringen avgjørende for en rekke privatrettslige rettigheter. Aksjer og tegningsrettigheter i norske allmennaksjeselskaper og norske ihendehaverobligasjoner skal innføres i et verdipapirregister, se verdipapirregisterloven § 2-1. Forutsatt at registeret har konsesjon, jf. § 3-1, vil registrering ha virkninger som nevnt i verdipapirregisterloven kapittel 7. Et slikt verdipapirregister kan betegnes som verdipapirmarkedets ”grunnbok”. Registrering er avgjørende for eierrettigheter, heftelser og prioritetskonflikter.

Et verdipapirregister kan også utøve en rekke tilleggstjenester som å føre register over andre finansielle instrumenter og rettigheter enn de loven krever skal føres, herunder aksjer i aksjeselskaper og verdipapirfondsandeler. Dertil kommer tjenester for forvaltningsselskap for fond og andre distributører av fondsprodukter, samt etablering av systemer for tegning og tildeling i emisjoner for verdipapirforetak. Det er også praktisk at et verdipapirregister utøver oppgjørs- og avregningsvirksomhet av handel i aksjer og rentepapirer. Slik virksomhet må godkjennes av Kredittilsynet dersom dette verdipapiroppgjørssystemet skal være omfattet av rettsvernsreglene i lov 17. desember 1999 nr. 95 om betalingssystemer mv. kapittel 4.

Til tross for et bredt spekter av mulige tilleggstjenester er det imidlertid den konsesjonspliktige registerfunksjonen som er den bærende grunnelsen for eier- og stemmerettsbegrensningsreglene. Her er det en viss grad både et faktisk og et naturlig monopol. Tillit til den aktuelle aktøren er derfor sentralt for hele det norske verdipapirmarkedet. Riktig nok kan det tenkes at dagens faktiske monopol vil kunne svekkes som følge av økt konkurranse. Imidlertid vil konkurransen trolig først og fremst gjøre seg gjelde på verdipapirregisterets tilleggstjenester, herunder særlig oppgjørsfunksjonen.

En samlet arbeidsgruppe mener dagens eierbegrensingsregler bør endres. Når det gjelder omfanget av endringene, har arbeidsgruppen delt seg i et flertall og et mindretall. Hele arbeidsgruppen går inn for å oppheve stemmerettsbegrensningene.

*Arbeidsgruppens flertall*, medlemmene Broch Mathisen, Mydske, Opsanger Rebbestad og Truyen, foreslår en endring som i hovedtrekk bygger på samme utforming som utkastet til børsloven §§ 17, 35 og 36. Riktig nok er børs og verdipapirregister ikke slik likeartet virksomhet at børslovens regler kan begrunne et endringsforslag. Imidlertid gjør mange av de samme grunnleggende hensyn seg gjeldende.

Det er avgjørende for tilliten til det norske verdipapirmarkedet at verdipapirregistre er underlagt regler som er egnet til å forebygge at eiernes særinteresser kan påvirke virksomheten. Dette er et viktig supplement til reglene som regulerer verdipapirregisterets virksomhet.

Eierbegrensningsregler motvirker dessuten interessekonflikter. Opp mot slike hensyn kan det imidlertid fremheves ønsket om å fremme etablering av konkurrerende virksomhet. Det vil ofte være enklere å etablere ny virksomhet for et foretak med få eiere med forholdsmessig innflytelse. Dertil kommer at en rettsregel i utgangspunktet ikke bør strekkes lenger enn det som er nødvendig for å ivareta det formål loven skal fremme. Dette underbygges også av EØS-rettens krav om forholdsmessighet mellom virkemiddel og restriksjon.

Arbeidsgruppens flertall mener at et verdipapirregister vil beholde den nødvendige tillit hos aktørene selv om man hever taket for den generelle eierbegrensning opp til 20 % og selv om man fjerner dagens stemmerettsbegrensningsregler. Med minimum fem eiere av foretaket, vil det fortsatt være i eiernes egeninteresse å utøve en effektiv gjensidig eierkontroll. Man vil således oppnå et bedre samsvar mellom mål og virkemiddel. En slik forholdsmessighetsbetraktning er også begrunnelsen for å oppheve dagens stemmerettsbegrensningsregler. 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.

Ut fra ovennevnte begrunnelse mener arbeidsgruppens flertall videre at det bør åpnes for at eiere som i det vesentlige driver eller eier verdipapirregister, liknende registerfunksjoner eller tilknyttet infrastrukturvirksomhet kan gis tillatelse til å eie aksjer som representerer mer enn 20 % av aksjekapitalen eller stemmene. Et slikt unntak fra den generelle eierbegrensningsregelen vil åpne for at norske verdipapirregistre kan delta i strukturelle endringer uten at tilliten 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 egnet 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. Det vises for øvrig til gjennomgangen i kapittel 7.2.3.3 ovenfor om børser, og til spesialmotivene for verdipapirregisterloven § 5-3.

Vurderingen av eventuelle forbudssoner blir parallell til hva som gjelder for børser, se kapittel 7.2.3.4 ovenfor. Arbeidsgruppens flertall vil ikke fremme forslag om dette.

Sammenlignet med dagens lovgivning, innebærer endringsforslaget en tilnærming i retning av prinsippene i EØS-avtalen artiklene 31 og 40. Vurderingen av forholdsmessighet blir i hovedtrekk parallell til hva som gjelder for børser, se kapittel 7.2.3.5 ovenfor. Det er ingen direktivbestemte eierkontrollregler for verdipapirregistre.

*Arbeidsgruppens mindretall*, medlemmene Harto og Løfsgaard, foreslår at gjeldende regler om eierbegrensninger for verdipapirregistre oppheves. I stedet foreslås det at man innfører den formen for eierkontroll som gjelder for regulerte markeder. Mindretallet er enig i det Finansdepartementet anførte i Ot. prp. nr. 39 (2001-2002) punkt 7.2.4 til verdipapirregisterloven, om at "eventuelle eierbegrensninger må forankres i et reelt behov for eierspredning". At verdipapirregistre – i likhet med børser – kan ha en vesentlig rolle i verdipapirkjeden, tilsier ikke uten videre at man må ha identiske regler om eierbegrensninger for de to typene av institusjoner.

Mindretallet mener at de forholdene ved børser som det er knyttet særlig risiko til når det 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 børser 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 børser 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 sammen 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.

Mindretallet viser for ordens skyld til at i dagens situasjon – der det finnes én børs og ett verdipapirregister i Norge, som inngår i samme konsern – vil uansett det mest restriktive regelsettet gjelde for det felles holdingselskapet.

*En samlet arbeidsgruppe* mener at det bør innføres en "fit and proper" egnethetsvurdering i verdipapirregisterloven § 5-2 etter mønster fra børsloven § 17. 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 %).



## **8 Økonomiske og administrative konsekvenser**

### **8.1 Innledning**

Samlet sett antar arbeidsgruppen at forslaget vil gi begrensede økonomiske og administrative konsekvenser for offentlig myndigheter og private aktører som blir berørt av lovforslaget. Forslaget forventes å bidra til å videreføre tilliten til og å opprettholde uavhengigheten, nøytraliteten og integriteten til infrastrukturforetak i verdipapirmarkedet.

### **8.2 Økonomiske og administrative konsekvenser for myndighetene**

Forslaget angir et tosporet system, som innebærer at man må sende melding til Kredittilsynet ved passering av 10 % eierskap av aksjekapitalen eller stemmene i verdipapirregister og regulerte markeder, herunder børs. Kredittilsynet skal foreta en egnethetsvurdering. Departementet kan i særlige tilfelle gi dispensasjon dersom eierandelen overstiger 20 % i børs eller verdipapirregister. Videre skal departementet behandle søknad 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. Arbeidsgruppen antar at dette forslaget bare i beskjeden grad vil medføre økt ressursbruk for Kredittilsynet og Finansdepartementet.

Det foreslås at eierbegrensningsreglene oppheves for oppgjørssentraler. I dag kan ingen eie mer enn 20 % i en oppgjørssentral, men Finansdepartementet kan gjøre unntak fra dette. Kredittilsynet vil i slike saker normalt gi en tilråding til departementet. Dette forslaget vil således antas å effektivisere saksbehandlingen til myndighetene.

### **8.3 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 % 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 lovbestemmelsenes tredje ledd medfører dessuten at særskilte grupper foretak kan kjøpe seg opp over 20 % i børs og verdipapirregister, forutsatt at det gis tillatelse fra departementet.

Alle eiere av oppgjørssentraler i dag har dispensasjon fra eierbegrensningsreglene. Arbeidsgruppens forslag innebærer at dagens eierforhold i oppgjørssentraler ikke lenger trenger dispensasjoner for å kunne videreføres.

Økonomiske konsekvenser av eventuelle endringer i næringsstrukturen er det vanskelig å si noe om innenfor rammen av arbeidsgruppens mandat og tidsfrist.

## 9 Merknader til de enkelte lovbestemmelser

### Til verdipapirregisterloven § 5-2

#### *Første ledd*

Paragrafen er ny, og er en konsekvens av at det foreslås en heving av det generelle eierskapstaket fra 10 % til 20 %. Samtlige eiere som erverver en eierandel i intervallet mellom 10 % og 20 % må før gjennomføringen sende melding om dette til Kredittilsynet. Bestemmelsen er omtalt under punkt 7.2.4. Paragrafen tilsvarer børsloven § 17.

#### *Andre 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 § 5-4 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 meldeplikten 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 verdipapirregisterloven § 5-3

Paragrafen oppheves som følge av at de lovbestemte stemmerettsbegrensningene fjernes. Det vises til kapittel 7.2.4.

### *Første ledd*

I første punktum endres den generelle grensen for eierbegrensning fra 10 % til 20 %. Det vises til kapittel 7.2.4 ovenfor.

Tredje punktum endres for å understreke at unntak fra den generelle eierbegrensningsregelen skal være midlertidig. Det er ikke ønskelig at denne unntaksbestemmelsen åpner for å omgå den generelle eierbegrensningsregelen eller det skjønnet som skal utøves ved unntak etter tredje ledd. Dette er for øvrig i samsvar med dagens praksis hvor det kun er gitt tidsbestemte dispensasjoner.

### *Andre ledd*

Arbeidsgruppen har vurdert om man bør videreføre kravet til hovedkontorets beliggenhet. På grunn av kontrollhensyn videreføres et slikt krav til holdingselskapet. Imidlertid endres vilkåret "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. Dertil kommer at formuleringen "naturlig sammenheng" i dagens § 5-2 tredje ledd er sammenfallende med ordlyden i § 5-1 første ledd til tross for at begrepet skal tolkes videre i § 5-2 tredje ledd enn i § 5-1 første ledd, se NOU 2000: 10 s. 71 sammenholdt med s. 76. Arbeidsgruppens forslag vil avklare eventuell uklarhet som kan oppstå på grunn av dagens sammenfall i ordlyd.

### *Tredje ledd*

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

Unntaksbestemmelsens *virkeområde* er det begrenset til å gjelde erverv foretatt av "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. 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 skjønnsmessige 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 majoritetseiere med en eierpost som overstiger 20 %, jf. imidlertid nedenfor om den bakenforliggende eierstruktur hos erverver.

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 vises for øvrig til at en tilsvarende modell er valgt for finansinstitusjoner, jf. finansieringsvirksomhetsloven § 2-3.

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. Arbeidsgruppen har ikke funnet grunn til å lovfeste en særskilt saksbehandlingstid for denne type saker, men legger til grunn at søknader avgjøres "uten ugrunnet opphold", jf. forvaltningsloven § 11a.

Det sentrale *skjønnsstema for myndighetenes eierkontroll*, vil være om eieren finnes "egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av verdipapirregisteret". 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. Det presiseres at de angitte retningslinjer ikke kan anses som uttømmende. Hvorvidt tillatelse skal gis, vil måtte bero på en konkret vurdering i den enkelte sak. De nærmere skjønnsmomentene er de samme som er beskrevet for børs, jf. spesialmerknadene til børsloven § 35 tredje ledd. Disse momentene vil få tilsvarende anvendelse ved erverv av et verdipapirregister.

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 er ikke slik at disse intervallene nødvendigvis vil medføre at erverver må søke oftere enn tilfellet vil være dersom en bare opererte med én grense. Erverver angir i søknaden hvor stor eierandeler som skal erverves (f. eks. 50 eller 100 %), og myndighetene vil vurdere egnetheten i forhold til den omsøkte eierandelen. Det vil kunne settes tidsfrister for gjennomføringen av ervervet. Normalt vil det derfor være tilstrekkelig å søke én gang. De angitte grenser åpner med andre ord for en mer gradert eierkontroll, hvor intensiteten i myndighetenes eierkontroll vil øke jo høyere eierandel det søkes å erverve. I hvilken grad andre

disposisjoner enn ”erwerb av aksjer” skal kunne utløse eierkontroll, vil ved behov kunne reguleres i forskrift, jf. bestemmelsens siste ledd.

#### *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 erwerb 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 verdipapirregisterloven § 5-4**

Endringene i lovteksten er i utgangspunktet av lovteknisk karakter. Konsolideringsbestemmelsen endres i samsvar med tilsvarende regler i børsloven § 37 jf. verdipapirhandeloven § 2-5.

Imidlertid innebærer endringen også en utvidelse av bestemmelsens virkeområde. Sammenlignet med den gjeldende verdipapirregisterloven § 5-4, medfører endringen 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.

#### **Til børsloven § 17**

##### *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 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 børsloven § 35

### *Første ledd*

I første punktum endres den generelle grensen for eierbegrensning fra 10 til 20 %. Det vises til kapittel 7.2.3.2 ovenfor

Tredje punktum endres for å understreke at unntak fra den generelle eierbegrensningsregelen skal være midlertidig. Det er ikke ønskelig at denne unntaksbestemmelsen åpner for å omgå den generelle eierbegrensningsregelen eller det skjønnet som skal utøves ved unntak etter tredje ledd. Dette er for øvrig i samsvar med dagens praksis hvor det kun er gitt tidsbestemte dispensasjoner.

### *Andre ledd*

Arbeidsgruppen har vurdert om man bør videreføre kravet til hovedkontorets beliggenhet. På grunn av kontrollhensyn videreføres et slikt krav til holdingselskapet. Imidlertid endres vilkåret "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. Dertil kommer at formuleringen "naturlig sammenheng" i dagens § 35 annet ledd er sammenfallende med ordlyden i § 23 til tross for at begrepet skal tolkes videre i § 35 andre ledd enn i § 23, se NOU 1999:3 s. 96 sammenholdt med s. 207. Arbeidsgruppens forslag vil avklare eventuell uklarhet som kan oppstå på grunn av dagens sammenfall i ordlyd.

### *Tredje ledd*

Bestemmelsen angir et unntak fra den alminnelige eierbegrensning på 20 % for en nærmere angitt gruppe foretak. I slike tilfeller gjelder i stedet en særskilt prosedyre for vurdering av erververs egnethet.

Unntaksbestemmelsens *virkeområde* er begrenset til å gjelde erverv foretatt av "foretak som i det vesentligste driver eller eier regulert marked, liknende markedsplass 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 eierbegrensningsregel. 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 likestiltes foretak som

”eier” eller ”driver” den angitte virksomhet. Holdingselskaper som for eksempel eier en utenlandsk børs kan således falle inn under det skjønnsmessige 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.

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 vises for øvrig til at en tilsvarende modell er valgt for finansinstitusjoner, jf. finansieringsvirksomhetsloven § 2-3.

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. Arbeidsgruppen har ikke funnet grunn til å lovfeste en særskilt saksbehandlingstid for denne type saker, men legger til grunn at søknader avgjøres ”uten ugrunnet opphold”, jf. forvaltningsloven § 11a.

Det sentrale *skjønnstema 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, jf. også omtale i kapittel 7.2.3.3. Det presiseres at de angitte retningslinjer ikke kan anses som uttømmende. Hvorvidt tillatelse skal gis, vil måtte bero på en konkret vurdering i den enkelte sak. De nærmere skjønnsmomenter er de følgende:

- ”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 børser”: en børs kan fastsette egne regler og forretningsvilkår som supplerer de nasjonale børser- og verdipapirreglene. Det vil i den forbindelse være relevant å vurdere om ervervet 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 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.

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 er ikke slik at disse intervallene nødvendigvis vil medføre at erverver må søke oftere enn tilfellet vil være dersom en bare opererte med én grense. Erverver angir i søknaden hvor stor eierandeler som skal erverves (f. eks. 50 eller 100 %), og myndighetene vil vurdere egnetheten i forhold til den omsøkte eierandelen. Det vil kunne settes tidsfrister for gjennomføringen av ervervet. Normalt vil det derfor være tilstrekkelig å søke én gang. De angitte grenser åpner med andre ord for en mer gradert eierkontroll, hvor intensiteten i myndighetenes eierkontroll vil øke jo høyere eierandel det søkes å erverve. I hvilken grad andre disposisjoner enn ”erverv av aksjer” skal kunne utløse eierkontroll, vil ved behov kunne reguleres i forskrift, jf. bestemmelsens sjettede ledd.

### *Sjettede ledd*

Forskriftshjemmelen i sjettede 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 børsloven § 36**

Bestemmelsen oppheves som følge av at de lovbestemte stemmerettsbegrensningene fjernes. Det vises til kapittel 7.2.3.2.

### **Til verdipapirhandelloven § 13-1**

#### *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.

## **Lovforslag**

### **I lov om registrering av finansielle instrumenter 5. juli 2002 nr. 64 gjøres følgende endring:**

Paragrafene 5-2 til 5-4 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 5-4.*

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

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

*(5) Bestemmelsene i denne paragraf 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. 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 midlertidige 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 EØS-stat som 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 gi foretak som i det vesentlige driver eller eier verdipapirregister, liknende registerfunksjoner eller tilknyttet infrastrukturvirksomhet 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. erververens tidligere handlemåte,
- b. erververens tilgjengelige økonomiske ressurser og hensynet til forsvarlig virksomhet,
- c. om ervervet 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 erververens hjemland,
- f. om ervervet vil kunne påvirke rettigheter og plikter for brukerne av vedkommende verdipapirregister, og
- g. om den bakenforliggende eierstruktur hos erverver er i samsvar med de hensyn som ivaretas i denne bestemmelse.

*Erverver 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 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. Tvangsfullbyrdsloven §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. Konsolidering**

*(1) Likt med aksjeeierens egne aksjer regnes i forhold til reglene i § 5-2 og 5-3 de aksjer som eies eller overtas av aksjeeiernes nærstående, jf. verdipapirhandelloven § 2-5.*

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

**I lov om regulerte markeder 29. juni 2007 nr. 74 gjøres følgende endring:**

Paragraf 17 femte ledd skal lyde:

*(5) Bestemmelsene i denne paragraf 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.*

Paragraf 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 aksjeeie regnes erverv av rett til å bli eier av aksjer når dette må anses som reelt erverv av aksjene. Departementet kan i særlige tilfelle gjøre *midlertidige* 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 *EØS-stat* som 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 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. erververens tidligere handlemåte,*
- b. erververens tilgjengelige økonomiske ressurser og hensynet til forsvarlig virksomhet,*
- c. om ervervet 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 erververens hjemland,*
- f. om ervervet vil kunne påvirke rettigheter og plikter for aktørene på vedkommende børs, og*
- g. om den bakenforliggende eierstruktur hos erverver er i samsvar med de hensyn som ivaretas i denne bestemmelse.*

*Erverver 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 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. Tvangsfullbyrdsloven §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.*

Paragraf 36 oppheves.

**I lov om verdipapirhandel 29. juni 2007 nr. 75 gjøres følgende endring:**

Paragraf 13-1 syvende ledd oppheves.