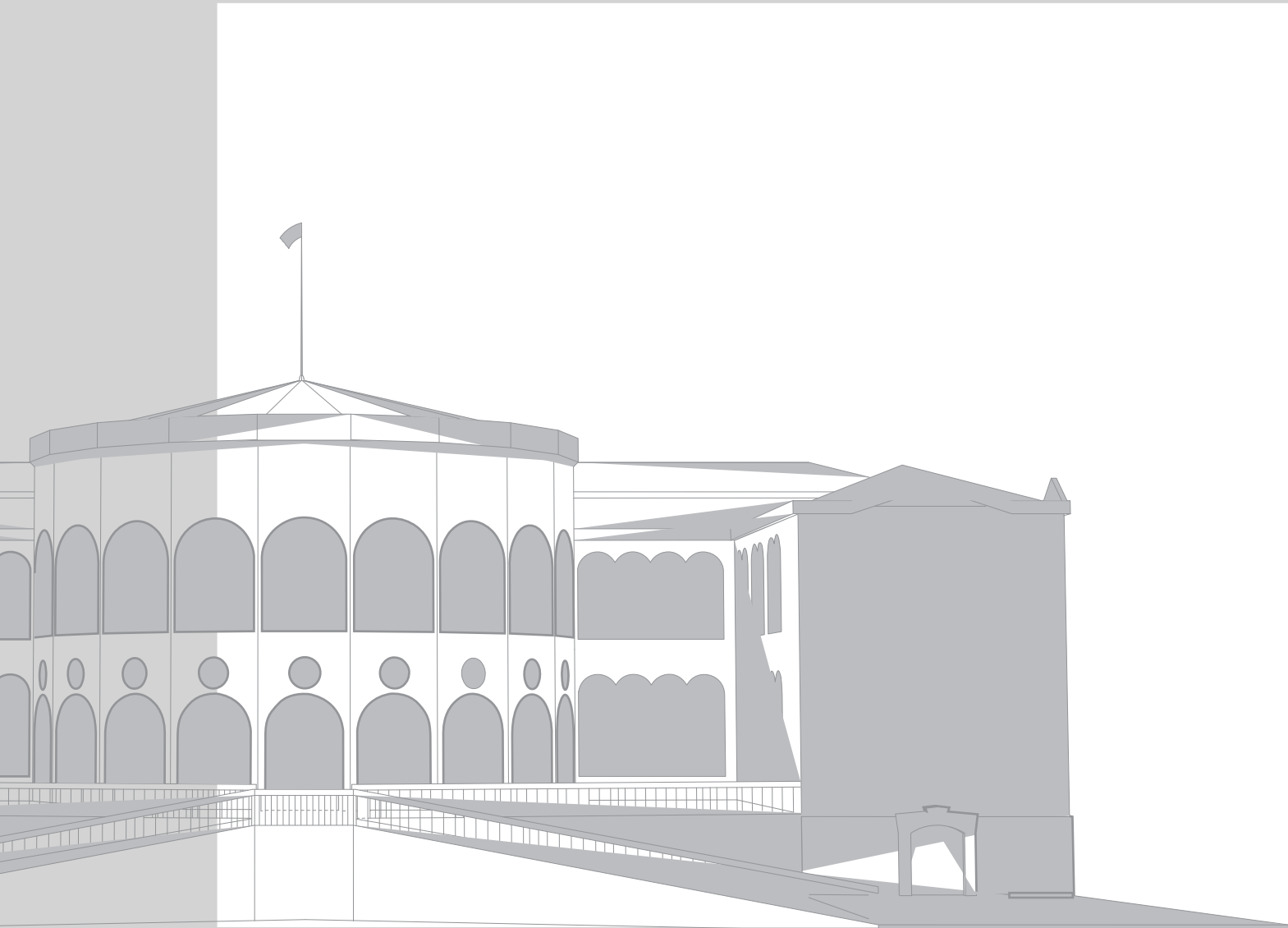


Stortinget

Perspektiv 02/14

Konsesjonssystemet for markedsplasser for finansielle instrumenter

Av Sundeep Singh



STORTINGETS UTREDNINGSEKSJON

Stortingets utredningsseksjon yter faglig bistand til representanter, partigrupper og komiteer i Stortinget basert på spørsmål fra den enkelte oppdragsgiver.

Seksjonen publiserer også egeninitierte notater som gjøres allment tilgjengelig. Enkelte av notatene er utarbeidet av eksterne fagpersoner og forskningsmiljøer på oppdrag fra Stortingets utredningsseksjon.

Siste utgivelser:

- 01/14 *Mistillitsforslag, kabinettsspørsmål og kritikkforslag – en oversikt*
- 06/13 *Om stortingsforlik*
- 05/13 *Dokumentinnsyn hos EU-kommisjonen og EFTAs overvåkningsorgan*
- 04/13 *Statistikk om Stortinget*
- 03/13 *Endringer i Stortingets forretningsorden 1945-2013*
- 02/13 *Stemmerettsjubileet 2013: Kampen for kvinners stemmerett*
- 01/13 *Lokale tilknytningskrav og EØS-avtalens regler om de fire friheter*
- 04/12 *Uavhengige finanspolitiske råd i andre land – relevans for Norge?*
- 03/12 *Bruker Norge mye eller lite til helseformål sammenlignet med andre land?*
- 02/12 *EØS-avtalens statsstøtteregler – muligheten til å benytte skatte- og avgiftsregler som miljøpolitisk virkemiddel*
- 01/12 *Bevisspørsmål ved EU-domstolens prøving av proporsjonalitetsprinsippet*
- 04/11 *Kravet om et grenseoverskridende element*
- 03/11 *Økonomiske og administrative lovgivningshensyn i EØS-retten – nasjonale myndigheters handlefrihet på det indre marked*
- 02/11 *Norges nordlige og arktiske ressurser*
- 01/11 *Anna Rogstad – første kvinne på Stortinget i 1911*
- 03/10 *Grunnloven § 93 og unntaket for ”lite inngripende” myndighetsoverføring*
- 02/10 *Mistillitsforslag og kabinettsspørsmål – en oversikt*
- 01/10 *Norske bruksreguleringer og EØS-retten: hindrer EØS-avtalen det norske for budet mot bruk av vannscooter?*
- 02/09 *Eurojust – EUs påtalesamarbeid og norsk deltakelse*
- 01/09 *Høyesterett, internasjonale domstoler og Maktutredningen*

<http://www.stortinget.no/Stortingets-utredningsseksjon/Perspektiv>

Forord

Denne utgaven av Perspektiv er basert på min studentavhandling, *Markedsplasskonsesjoner: En analyse av den norske konsesjonsordningen for handelsfasiliteter, med særlig henblikk på grensene for konsesjonspliktens inntreden*. Avhandlingen ble levert som helårs masteroppgave ved Det juridiske fakultet, Universitetet i Oslo, i juni 2014. Avhandlingen skrev jeg som stipendiat ved Stortingets utredningsseksjon. Samtidig var jeg faglig tilknyttet Senter for europarett ved fakultetet.

Forholdet mellom de ulike konsesjonskategoriene for handelsfasiliteter i norsk rett har ikke tidligere vært gjenstand for særskilt juridisk analyse. Det er ikke foretatt noen analyser av sammenhengen i regelverket eller hvilken virkning grensene for konsesjonspliktens inntreden har for konkurransen på markedet for markedsplasser. Dette notatet søker å belyse problemstillingene som eksisterer ved det gjeldende regelverket for konsesjonstildelinger, og presentere noen løsninger som adresserer disse problemstillingene.

Notatet gjennomgår utvalgte deler av studentavhandlingen. Videre vil kun hovedpunktene i disse delene bli fremhevet. Ønsker man en grundigere gjennomgang av avhandlingens problemstillinger, anbefales det å lese avhandlingen i sin helhet.

I arbeidet med avhandlingen har mine veiledere, Fredrik Sejersted og Tore Mydske, gitt konstruktive og verdifulle tilbakemeldinger. Takk til dere. Takk også til Stortingsbiblioteket og til Inger Hamre ved Europarettsbiblioteket for god hjelp med å finne kilder. En spesiell hilsen rettes til Stortingets utredningsseksjon for all hjelp med avhandlingen og all den gode støtten gjennom året mitt hos dere. Det har vært et minneverdig og lærerikt år!

Oslo, oktober 2014

Sundeep Singh



Sammendrag

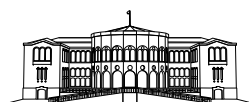
I dette notatet ser jeg nærmere på konsesjonsrettslige problemstillinger som oppstår ved etablering av nye handelsfasiliteter for finansielle instrumenter. Begrepet «handelsfasilitet» brukes som en samlebetegnelse på ulike arenaer som bringer sammen selgere og kjøpere av finansielle instrumenter. Slike arenaer spiller en svært viktig rolle i det norske finansmarkedet, og bidrar til å oppfylle en rekke av markedets sentrale funksjoner. Etablering og drift av handelsfasiliteter er derfor underlagt offentlig regulering gjennom en konsesjonsordning.

Tradisjonelt har de nasjonale børsene hatt monopol på organisert handel med finansielle instrumenter. De senere årene har det som følge av den teknologiske utviklingen og privatisering av børsvirksomheten, vokst frem handelsfasiliteter som har utfordret børsene. Omfanget av konsesjonssystemet for handelsfasiliteter har derfor også økt de siste årene. Grensen for konsesjonsplikt har gradvis blitt senket til å omfatte stadig mer markeds plassvirksomhet.

Fremveksten av nye handelsfasiliteter har skapt et eget «marked for markeds plasser» hvor ulike arenaer konkurrerer om handel i finansielle instrumenter, utstedere av slike instrumenter og investorer. Dette nye markedet skaper nye problemstillinger for konsesjonssystemet. Den økte konkurransen fører til desentralisert handel fordelt på flere arenaer, noe som øker behovet for kvalitetssikring av slike arenaer.

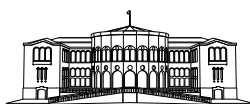
I notatet ser jeg særlig på grensene for konsesjonspliktens inntreden med utgangspunkt i reglene om handelsfasiliteter i børsloven og verdipapirhandeloven, som gjennomfører Norges forpliktelser etter verdipapirmarkedsdirektivet (MiFID) gjennom EØS-avtalen. Gjennomgangen viser at det fortsatt er visse handelssystemer i Norge som ikke er konsesjonspliktige, og jeg problematiserer om disse bør underlegges konsesjonsplikt. Notatet påviser at både *utformingen* og *utstrekningen* av konsesjonssystemet kan diskuteres, og det presenterer enkelte løsninger for å bøte på «manglene» ved dagens system. Én løsning er å forandre utformingen av konsesjonskategoriene i norsk rett, og gjøre dem mer funksjonsorienterte. En annen løsning er å begrense noen av de eksisterende kategoriene funksjonelt for å skape sterkere skiller mellom ulike former for handelsfasiliteter, og dermed løse de umiddelbare utfordringene som eksisterer. Videre er det også mulig å utvide omfanget av konsesjonsplikten.

Notatet konkluderer med at det er behov for en nærmere juridisk og samfunnsøkonomisk gjennomgang av konsesjonsordningen for handelsfasiliteter med sikte på å løse de utfordringene konsesjonsordningen står overfor. Tilsvarende initiativ er satt i gang av finanstilsynet i USA. Lovgivningsaktiviteten i EU går i retning av et stadig mindre handlingsrom for nasjonale tilpasninger på finansmarkedsområdet. En bredere vurdering av konsesjonssystemet i Norge vil derfor kunne ha betydning for norske myndigheters muligheter til å påvirke fremtidige endringer på dette området i EU, og ikke minst være viktig av hensyn til en mer kvalifisert oppfatning hos lovgiver rundt problemstillingene som allerede foreligger.



INNHold

1	INNLEDNING	4
2	MARKEDSPlassVIRKSOMHET OG -KONSESJONER.....	6
2.1	Finansmarkedet og handelsfasiliteter	6
2.2	Hensynene bak konsesjonsordningen for handelsfasiliteter	10
2.3	Betydningen av ikke-konsesjonspliktig virksomhet.....	12
3	DAGENS KONSESJONSSYSTEM.....	12
4	KONSESJON ETTER BØRSLOVENS REGLER	14
4.1	Innledning	14
4.2	Grensen for konsesjonspliktens inntreden	14
4.2.1	Innledning – om børsloven §§ 4 og 33	14
4.2.2	Foretak som driver virksomhet som «regulert marked»	16
4.2.3	Særlig om konsesjon som børs	28
5	KONSESJON ETTER VERDIPAPIRHANDELLOVENS REGLER.....	30
5.1	Innledning	30
5.2	Grensen for konsesjonspliktens inntreden - drift av multilateral handelsfasilitet	31
6	IKKE-KONSESJONSPLIKTIG VIRKSOMHET.....	35
6.1	Innledning	35
6.2	NOTC-listen.....	36
6.3	Nordic Alternative Bond Market.....	37
7	EN VURDERING AV DAGENS KONSESJONSSYSTEM	38
7.1	Innledning – kriterier for vurderingen.....	38
7.2	Utformingen av dagens konsesjonskategorier	39
7.2.1	Begrunnelsen for dagens utforming	39
7.2.2	Funksjonell begrensning av «multilateral handelsfasilitet»	43
7.2.3	Funksjonsorienterte konsesjonskategorier	46
7.3	Utvidelse av konsesjonspliktens grenser	50
7.3.1	Innledning	50
7.3.2	«Organisert handelsfasilitet».....	51
7.3.3	Handelsunderstøttende informasjonssystemer	56
8	AVSLUTNING.....	60
	KILDER.....	63



1 INNLEDNING

Emnet for dette notatet er konsesjonsrettslige problemstillinger som oppstår ved etablering av nye handelsfasiliteter for finansielle instrumenter.¹ Analysen konsentreres særlig rundt grensene for konsesjonspliktens inntreden. Hoveddelen av notatet vil derfor innebære en komparativ analyse av legaldefinisjoner. Redegjørelsen tar utgangspunkt i reglene om handelsfasiliteter i børsloven² og verdipapirhandeloven³, som gjennomfører Norges forpliktelser etter verdipapirmarkedsdirektivet (MiFID)⁴ gjennom EØS-avtalen⁵.

Begrepet «handelsfasilitet»⁶ er ikke rettslig definert. Det brukes som en samlebetegnelse på ulike arenaer som bringer sammen selgere og kjøpere av finansielle instrumenter.⁷ Slike arenaer spiller en svært viktig rolle på det norske finansmarkedet og bidrar til å oppfylle en rekke av markedets sentrale funksjoner. Etablering og drift av handelsfasiliteter er derfor underlagt offentlig regulering gjennom en konsesjonsordning⁸.

Omfanget av konsesjonssystemet for handelsfasiliteter har økt de siste årene. Grensen for konsesjonspliktens inntreden har gradvis blitt senket til å omfatte stadig mer markedsplassvirksomhet. Dette skyldes fremveksten av nye former for handelsfasiliteter. Tradisjonelt har de nasjonale børsene hatt monopol på organisert handel med finansielle instrumenter. Også i Norge var det tidligere et krav om at børsvirksomhet kun skulle drives av selveiende institusjoner, noe som hindret kommersielle aktører fra å etablere børs og dermed sperret for konkurrenter til Oslo Børs.⁹ De senere årene har det imidlertid, som følge av den teknologiske utviklingen samt privatisering av børsvirksomheten, vokst frem handelsfasiliteter som har utfordret børsene.

Fremveksten av nye handelsfasiliteter har skapt et eget «marked for markedsplasser»¹⁰ hvor ulike arenaer konkurrerer om handel i finansielle instrumenter, utstedere av slike instrumenter og investorer. Siden handelen i Norge tradisjonelt har vært konsentrert rundt Oslo Børs, påvirkes det norske markedet sterkt av den økte konkurransen om handel i finansielle instrumenter. Markedsandelen til Oslo Børs på egenkapitalmarkedet har falt fra tilnærmet 100 pst. til omtrent 60 pst. siden 2009.^{11 12} Oslo Børs er, sammen med NASDAQ OMX København og NASDAQ OMX Stockholm, den børsen som prosentvis har tapt flest markedsandeler i

¹ Ved å anlegge et konsesjonsrettslig perspektiv konsentreres notatet om de konsesjonsrettslige reglene som oppstiller skranker for etableringen av handelsfasiliteter. De generelle kravene til handelsfasiliteters virksomhet som oppstilles i børsloven, verdipapirhandeloven og flere EU-direktiver, faller utenfor notatets tema.

² Lov om regulerte markeder av 29. juni 2007 nr. 74.

³ Lov om verdipapirhandel av 29. juni 2007 nr. 75.

⁴ Direktiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter.

⁵ EØS-avtalen er gjort til norsk lov ved lov 27. november 1992 nr. 109 om gjennomføring i norsk rett av hoveddelen i avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS) mv. (EØS-loven) § 1.

⁶ I dette notatet brukes primært begrepet «handelsfasilitet» fremover «markedsplass» i tråd med EU-lovgivningen på området. Undertiden vil begrepene brukes om hverandre.

⁷ Det karakteristiske ved handelsfasiliteter er at de fungerer som et forum for informasjonsutveksling mellom handelsinteresser jf. Lau Hansen (1999) s. 204.

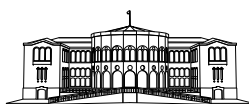
⁸ I norsk lovgivning blir uttrykkene «tillatelse», «godkjennelse», «lisens» og «konsesjon» brukt om hverandre. I norsk rett er «konsesjon» gjerne brukt som en fellesbetegnelse på alle disse formene jf. Eckhoff (2006) s. 418. Konsesjonsordningen for handelsfasiliteter bruker «tillatelse» jf. børsloven § 4 og vphl. § 9-1. I det følgende brukes likevel begrepet «konsesjon» i tråd med annen juridisk litteratur.

⁹ Bergo (1998) s. 114. Se lov om verdipapirbørs (børsloven) av 17. juni 1988 nr. 57 § 1-1.

¹⁰ Mydske (2008) s. 158.

¹¹ Oslo Børs (2013).

¹² E24 (2011).



Europa.¹³ Børsen taper andeler til både norske og utenlandske aktører. For eksempel har den utenlandske handelsfasiliteten BATS Chi-X Europe gått fra 0 pst. markedsandel på det norske markedet i 2009 til en samlet andel på 24 pst. i dag.¹⁴ I tillegg tar markedsplasser som NASDAQ OMX (5 pst.) og Turquoise (9 pst.) også betydelige markedsandeler fra børsen. Oslo Børs forventer «fortsatt sterk konkurranse innen børsvirksomheten»¹⁵ i tiden fremover.

Dette nye markedet for markedsplasser skaper nye problemstillinger for konsesjonssystemet. Den økte konkurransen fører til desentralisert handel fordelt på flere arenaer, noe som øker behovet for kvalitetssikring av slike arenaer. Et hensiktsmessig konsesjonssystem for etablering av nye handelsfasiliteter er derfor viktig for det norske finansmarkedet.

Videre konkluderer en ny norsk forskningsrapport fra Handelshøyskolen BI med at Oslo har potensial til å bli verdensledende innen kapitalforvaltning og et attraktivt sted for lokalisering av finansielle tjenester med fokus på internasjonale markeder.¹⁶ Dette vil presumptivt også ha betydning for handelsfasilitetene på det norske finansmarkedet og vil dermed kunne lede til ytterligere konkurranse på det norske markedet for markedsplasser.^{17 18} Det gir for det første grunn til å undersøke i hvilken retning konsesjonsordningen påvirker, eller kan brukes til å påvirke, konkurransen mellom disse handelsfasilitetene. For det annet påpeker rapporten viktigheten av at norske myndigheter prioriterer kapitalforvaltningssektoren, noe som også fordrer en nærmere analyse av forholdene for arenaene hvor en stor del av denne kapitalen allokeres: handelsfasilitetene. Allerede av disse grunner er det behov for en nærmere analyse av konsesjonsordningen for handelsfasiliteter.

Konsesjonsordningen for handelsfasiliteter er ikke tidligere behandlet i norsk juridisk litteratur. Ordningen omtales kun relativt kortfattet i tilknytning til de virksomhetsreglene handelsfasiliteter må overholde.¹⁹ Dette betyr at viktige problemstillinger som den økte konkurransen på markedet for markedsplasser skaper for konsesjonssystemet, ikke er undergitt en juridisk analyse. Det er således behov for en eksplisitt analyse av konsesjonsordningen for handelsfasiliteter. Konsesjonsordningen kan videre fremstå som noe komplisert, fragmentarisk og vanskelig tilgjengelig. En nærmere analyse av de enkelte bestanddelene i ordningen kan også bidra til å gjøre den mer tilgjengelig.

Den 14. januar i år ble det inngått et kompromiss om endringer i verdipapirmarkedsdirektivet (MiFID) gjennom de nye rettsaktene MiFID II/MiFIR²⁰ etter

¹³ Til sammenlikning har store internasjonale børser som Euronext Paris og London Stock Exchange tapt henholdsvis 20 pst. og 25 pst. av sine markedsandeler i samme tidsperiode.

¹⁴ BATS Chi-X Europe (2014).

¹⁵ Oslo Børs (2014) s. 3.

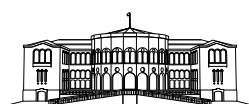
¹⁶ BI (2013) s. 31.

¹⁷ Dette skyldes bl.a. at institusjonelle investorer har visse lovpålagte plasseringsbegrensninger for sin kapitalforvaltning. Noen av disse plasseringbegrensningene forutsetter at investorene kun investerer i finansielle instrumenter som omsettes på visse handelsfasiliteter, f.eks. «regulert marked». Se mer om dette i kap. 7.2.1.

¹⁸ Den økte konkurransen mellom handelsfasilitetene viser seg også gjennom de kommersielle vurderingene utstedere foretar før børsnotering. For eksempel valgte Twitter å børsnotere seg på New York Stock Exchange (NYSE) fremfor NASDAQ grunnet de tekniske problemene konkurrenten Facebook opplevde under sin børsnotering hos NASDAQ, jf. Forbes (2013). Dette medførte igjen at NYSE styrket sin konkurransesituasjon for børsnotering av IT-selskaper fremfor NASDAQ, som tidligere har vært det naturlige valget for slike selskaper, jf. Reuters (2013) og Fox (2013).

¹⁹ Se f.eks. Bergo (2008) s. 79 flg. og Myklebust (2011) s. 259 flg.

²⁰ MiFID II (direktiv) og MiFIR (forordning) var vedtatt, men ikke publisert i EU-tidende pr. 1. juni 2014. Den versjonen av rettsaktene som brukes i dette notatet, er følgelig kompromissvedtaket publisert av Rådet etter tillogforhandlingene i januar. Det er ikke foretatt materielle endringer i de relevante bestemmelsene i ettertid. De



trilogforhandlingene²¹ i EU.²² Ved innføringen av disse rettsaktene vil man få en ny konsesjonskategori²³ i norsk rett som ytterligere utvider grensene for konsesjonsplikten inntreden. En analyse av konsesjonsordningens hensiktsmessighet, sett fra et norsk perspektiv, er derfor nødvendig før disse endringene gjennomføres i norsk rett. Ved implementeringen har lovgiver anledning til en bred vurdering av den norske konsesjonsordningen.

2 MARKEDSPASSVIRKSOMHET OG -KONSESJONER

2.1 Finansmarkedet og handelsfasiliteter

Finansmarkedet²⁴ spiller en samfunnsmessig viktig rolle og har stor betydning for den økonomiske aktiviteten i samfunnet. Finansmarkedet er et marked hvor virksomheter med et kapitalbehov kan hente kapital, investorer med et overskudd av kapital kan investere den, og hvor begge disse aktørene kan omfordele sin risiko. Markedets hovedoppgave er en samfunnsøkonomisk gunstig allokering av kapital og omfordeling av risiko mellom individer, ulike foretak og stater.

Slik allokering og omfordeling foregår i prinsippet ved at de ulike aktørene handler seg imellom med finansielle instrumenter. For at denne hovedoppgaven skal ivaretas, er markedet avhengig av en rekke institusjoner og aktører. Disse vil dels fungere som mellommenn i handelen mellom aktørene, dels selv være aktører i handler, ivareta viktige betalings- og oppgjørsfunksjoner og føre tilsyn med aktiviteten på markedet. Velfungerende handelsfasiliteter er én av disse institusjonene.

Finansmarkedet består av flere mindre bestanddeler. Det består bl.a. av et pengemarked, hvor foretak kan hente inn kortsiktig finansiering, og et kapitalmarked, hvor foretak kan hente inn langsiktig finansiering.^{25 26} Det er kapitalmarkedet som er særlig relevant i analysen av handelsfasiliteters rolle.^{27 28}

formelle artikkelhenvisningene vil dog være endret ved endelig publisering av rettsaktene. Det finnes en lenke til tekstene som er brukt i dette notatet i litteraturlisten.

²¹ Forhandlinger mellom representanter for Europaparlamentet, Rådet og Kommisjonen. Se Aftenposten (2013) for nærmere forklaring.

²² Kommisjonen (2014).

²³ Organisert handelsfasilitet (OHF).

²⁴ I dette notatet brukes begrepet «finansmarkedet» i en vid betydning og omfatter alle institusjoner og aktører som bidrar til allokering av kapital og omfordeling av risiko. Dette er i tråd med begrepsbruken i øvrig juridisk litteratur, jf. bl.a. Myklebust (2011) og Bergo (2008). Begrepsbruken står i motsetning til noe økonomisk litteratur hvor begrepet «financial market» kun brukes om annenhåndsmarkedet og handelen med finansielle instrumenter på handelsfasiliteter.

²⁵ Norges Bank (2004) s. 40. Pengemarkedet og kapitalmarkedet omtales ofte som henholdsvis «money market» og «capital market» i engelsk økonomisk litteratur, se f.eks. Rose (2007) s. 12. Finansiering på pengemarkedet ytes for under ett år, mens finansiering på kapitalmarkedet er mer langsiktig og ytes for mer enn ett år.

²⁶ Denne oppdelingen av finansmarkedet er juridisk relevant. Skillet mellom kapitalmarkedet og pengemarkedet ligger bl.a. til grunn for definisjonen av henholdsvis omsettelige verdipapirer og pengemarkedsinstrumenter, jf. vphl. § 2-2.

²⁷ Enkelte av instrumentene på pengemarkedet kan også handles over handelsfasiliteter, men en vesentlig del av markedet er organisert som et telefonmarked med støtte av skjermbaserte informasjonssystemer, jf. Norges Bank (2004) s. 42.

²⁸ I juridisk litteratur brukes begrepet «kapitalmarkedet» undertiden synonymt med «finansmarkedet», jf. f.eks. Afrell (1998) s. 21. I dette notatet er disse begrepene ikke synonymer. Kapitalmarkedet behandles som et delmarked under finansmarkedet.



Kapitalmarkedet består av i hovedtrekk to delmarkeder – egenkapitalmarkedet og fremmedkapitalmarkedet. Virksomheter med behov for kapital kan hente den inn på prinsipielt to måter, gjennom henholdsvis fremmedkapital og egenkapital. Fremmedkapital er kapital som forutsettes tilbakebetalt, mens egenkapital er en investering i foretaket i bytte mot eierskap.²⁹ De nevnte finansieringskildene kan kombineres ved kapitalinnhenting.³⁰ For noen virksomheter vil likevel visse finansieringskilder være utelukket grunnet deres art.³¹ I det følgende behandles de sentrale oppgavene til finansmarkedet: kapitaltilgang til næringslivet, effektiv risikospredning og informasjonsflyt. Disse hovedoppgavene har betydning for forståelsen av handelsfasiliteters rolle på finansmarkedet og de krav handelsfasiliteter må oppfylle for å utøve sin rolle effektivt. Under hver av disse oppgavene vil handelsfasilitetens rolle behandles særskilt.

Effektiv allokering av kapital er hovedformålet til finansmarkedet. Et velfungerende finansmarked sikrer at kapitalen allokeres dit det er mest hensiktsmessig, og sikrer på denne måten samfunnsøkonomisk effektivitet.³² Slik allokering kan skje på flere måter.

Allokering kan for det første skje gjennom *banker og andre finansinstitusjoner*^{33, 34}. Disse institusjonene får innskudd³⁵ fra investorer med overskudd av kapital og låner denne ut til privatpersoner og virksomheter med behov for kapital. Finansinstitusjonene fungerer således som mellomledd mellom långivere og låntakere.

Allokering kan for det annet skje via *verdipapirmarkedet*.³⁶ Her får virksomheter kapital ved at investorer kjøper de finansielle instrumentene³⁷ som utstedes. Videre omsetning av disse finansielle instrumentene kan deretter skje på handelsfasiliteter. Selskaper innhenter egenkapital på egenkapitalmarkedet ved å utstede nye eierandeler, slik at investorer betaler for disse og blir medeiere i selskapet. For aksjeselskaper³⁸ og allmennaksjeselskaper³⁹ vil dette innebære å utstede nye aksjer gjennom en emisjon (kapitalutvidelse). Ved en nyemisjon tilføres selskapet kapital, enten direkte ved oppgjør i kontanter eller indirekte ved at selskapet mottar verdier mot utstedelse av aksjer.

²⁹ Egenkapital har prioritet bak fremmedkapital i konkurs og omtales derfor også som risikokapital, jf. Myklebust (2011) s. 27.

³⁰ Det er store forskjeller mellom ulike stater når det gjelder den relative viktigheten av de ulike delene av finansmarkedet. Det skilles ofte mellom land med et bankbasert finansielt system og land med markedsbaserte finansielle systemer, ut fra hvor stor del av sin finansiering virksomheter henter direkte i markedet, og hvor stor del de henter fra banker, jf. NOU 2011: 1 s. 29. Tradisjonelt har Tyskland blitt framhevet som et bankbasert finanssystem, mens USA har vært det fremste eksempelet på markedsbaserte systemer. Norge har tradisjonelt ligget et sted mellom disse to, jf. IMF (2006) s. 106. For en sammenlikning av disse finansielle systemene, se Levine (2002).

³¹ Stater kan f.eks. ikke hente inn egenkapital ved å selge eierandeler.

³² Samfunnsøkonomisk effektivitet kan defineres på flere måter, se Eide (2008) s. 104 flg. Brukes her i betydningen Pareto-effektivitet.

³³ Begrepet «finansinstitusjon» er definert i lov om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner (finansvl.) av 10. juni 1988 nr. 40 § 1-3.

³⁴ Mer om finansiering via finansinstitusjoner, se Myklebust (2011) s. 33 flg.

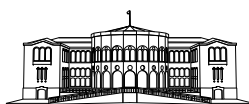
³⁵ Bankene kjennetegnes ved innskuddsmonopolet, som innebærer at det i utgangspunktet kun er banker som kan ta imot innskudd fra en ubestemt krets av innskytere, jf. lov om forretningsbanker (fbl.) av 24. mai 1961 nr. 2 § 1 og lov om sparebanker (spbl.) av 24. mai 1961 nr. 1 § 1.

³⁶ Mer om finansiering via verdipapirmarkedet, se Myklebust (2011) s. 28 flg.

³⁷ Vphl. § 2-2.

³⁸ Lov om aksjeselskaper (asl.) av 13. juni 1997 nr. 44.

³⁹ Lov om allmennaksjeselskaper (asal.) av 13. juni 1997 nr. 45.



På fremmedkapitalmarkedet innhenter selskaper kapital ved å utstede obligasjoner og sertifikater som selges i markedet. Obligasjoner er gjeldsbrev som bl.a. inneholder bestemmelser om når lånet forfaller, og renteutbetalinger. Sertifikater er obligasjoner med løpetid på mindre enn ett år. Obligasjonslån kjennetegnes ved at de er delt opp i andeler som hver representeres av en obligasjon.

Handelsfasiliteter spiller en sentral rolle som møtearenaer i omsetningen av finansielle instrumenter på verdipapirmarkedet, både på første- og annenhåndsmarkedet. Førstehåndsmarkedet er markedet for utstedelse og kjøp av nye finansielle instrumenter. Instrumentene utstedes mot vederlag som tilfaller utstederen som egenkapital eller gjeld. På annenhåndsmarkedet omsettes derimot *allerede utstedte* finansielle instrumenter. Instrumentene på annenhåndsmarkedet selges mot at selgeren får salgssummen, mens ingen nye midler tilfaller utsteder av verdipapirene.⁴⁰

Annenhåndsmarkedet er likevel av stor betydning for utstederne av finansielle instrumenter. Markedet sørger for likviditet⁴¹ i instrumentene gjennom å skape markedsplasser for omsetning og frembringer ved slik omsetning en pris på det finansielle instrumentet.⁴² Prisen for instrumentet på annenhåndsmarkedet får på denne måten en innvirkning på den prisen utstederen kan kreve for nye finansielle instrumenter i førstehåndsmarkedet. Likviditeten i annenhåndsmarkedet er av stor betydning for investorenes interesse for finansielle instrumenter, samtidig som et likvid marked gir lavere risiko for utstedere. Et likvid finansielt instrument kan på ethvert tidspunkt selges med liten prisrisiko, og investoren kan på denne måten «reversere» sin investering til en stabil pris.

Kjernen i handelsfasiliteters virksomhet er å legge til rette for et velfungerende og effektivt annenhåndsmarked for finansielle instrumenter. Handelsfasilitetene bringer sammen investorer og utstedere og bidrar dermed til effektiv allokering av risikovillig kapital og lånekapital. Dette består særlig av organisering og drift av markedsplassen, gjennom å etablere og vedlikeholde en infrastruktur⁴³.

En viktig del av handelsfasilitetenes virksomhet er å sørge for at visse minimumsvilkår er oppfylt, både for de finansielle instrumentene som noteres på fasiliteten, og for de aktørene som skal delta direkte i handelen gjennom handelssystemet. Dette bidrar til en standardisering, og kvalitetssikring av handelen på markedet senker aktørenes transaksjonskostnader⁴⁴. Lavere transaksjonskostnader ved gjennomføringen av selve handelen betyr mer frigjort kapital for investeringer og mer samfunnsøkonomisk effektivitet⁴⁵.

For at kapitaltilgangen til næringslivet via verdipapirmarkedet skal være effektiv, er markedet avhengig av en rekke aktører i tillegg til handelsfasilitetene. Disse aktørene komplementerer handelsfasiliteters funksjon.

⁴⁰ Dette er en inndeling av første- og annenhåndsmarkedet som i noen grad nyanseres ved at selskaper kan kjøpe sine egne verdipapirer og selge dem mot profitt som en vanlig investor. Salgssummen av slike transaksjoner tilfaller selskapet direkte.

⁴¹ Et *objekt* er likvid hvis det blir alminnelig akseptert som betalingsmiddel eller på en enkel måte kan selges til en forholdsvis stabil pris. Kortsiktige verdipapirer som kan omsettes på et velorganisert marked, vil også ha høy likviditet. For mer langsiktige verdipapirer kan likviditeten være lavere fordi det her foreligger risiko for kursfall. Et likvid *marked* karakteriseres av «a high number of active market participants» som «execute trades frequently», og gjennom mange handelsordrer sikrer en «narrow spread», jf. MiFIRs foretale pkt. 21.

⁴² Myklebust (2011) s. 30.

⁴³ Denne infrastrukturen kan f.eks. være et elektronisk handelssystem.

⁴⁴ Transaksjonskostnader er alle kostnader forbundet med frivillig bytte av rettigheter og deles gjerne inn i søkekostnader, forhandlingskostnader og kontrollkostnader, jf. Eide (2008) s. 129.

⁴⁵ Her i betydningen Pareto-effektivitet, jf. Eide (2008) s. 109.



For at handelen på handelsfasilitetene skal være tillitvekkende, er det nødvendig at ordreformidlingen gjøres av aktører med tillit fra markedet. *Verdipapirforetakene* fungerer ofte som mellommenn ved kjøp og salg av finansielle instrumenter. Verdipapirforetakene spiller en sentral rolle både ved utstedelsen av verdipapirer i førstehåndsmarkedet og ikke minst ved omsetningen på annenhåndsmarkedet.⁴⁶

Videre er det nødvendig med et *verdipapirregister*⁴⁷ og en *oppgjørssentral*⁴⁸. For at aktørene i finansmarkedet skal ha tillit til at handler med finansielle instrumenter oppfylles etter avtalen, er det for det første nødvendig å ha et system som registrerer og gir rettsvern til transaksjonen. Verdipapirsentralen (VPS) fyller denne funksjonen.⁴⁹ For det annet er det nødvendig med garanti for oppgjøret. Hovedvirksomheten til en oppgjørssentral består i å tre inn som sentral motpart ved oppgjør av handler med finansielle instrumenter og garantere for oppgjøret. Det vil si at begge parter forholder seg til oppgjørssentralen som motpart istedenfor sin opprinnelige motpart. Dette kalles «clearing», og det viktigste formålet er å motvirke motpartsrisiko. På det norske markedet er det Oslo Clearing som utøver denne rollen.

Den andre hovedoppgaven til finansmarkedet er å bidra til bedre håndtering av risiko⁵⁰ i økonomien. Risikoen på finansmarkedet håndteres gjennom ulike mekanismer med diversifisering som fellesnevner. Omfordelingen av risiko skjer bl.a. gjennom oppsplitting av investeringer i andeler, finansinstitusjonenes evne til å ta på seg kredittrisiko samt mulighet til å kjøpe og selge risiko gjennom derivater.^{51 52} Omfordelt risiko frigjør kapital som kan allokere til virksomheter med kapitalbehov, istedenfor å spares for å dekke uforutsett risiko.

Handelsfasilitetene bidrar til effektiv risikospredning ved at finansielle instrumenter kan omsettes på et likvid marked, og at den enkelte investor dermed raskt kan «reversere» sin investering ved behov. Handelen på handelsfasilitetene nødvendiggjør en oppsplitting av investeringer i andeler og standardisering av disse, noe som er en vesentlig faktor ved spredning av risiko. At handelen er regulert og overvåkes nøye, senker også investorenes risiko ved selve transaksjonene. Dette gjelder særlig medlemmenes deltagelse i handelen og at utstedere av de finansielle instrumentene opptrer i henhold til fastsatt regelverk.

Den tredje hovedoppgaven til finansmarkedet er å bidra til informasjonsflyt. Effektiv allokering av kapital forutsetter at markedet vet hvor kapitalbehovet oppstår. For investorene er informasjon viktig for kvalifiserte investeringsbeslutninger, mens for utstederne er den viktig for å vite om mulighetene for kapitalinnhenting. De fleste aktørene på finansmarkedet spiller en rolle i markedets informasjonsflyt, enten som informasjonsgivere, formidlere av informasjon eller mottakere av informasjon.

Handelsfasilitetene er sentrale for informasjonsflyten på markedet gjennom løpende offentliggjøring. De stiller krav til utstedere, investorer og de finansielle instrumentene som handles gjennom opptaksregler og regler om medlemskap, pålegger utstederne og de handlende informasjonsplikter og overvåker markedet. Informasjonsflyten oppnås ved gjennomsiktighet⁵³

⁴⁶ For mer om verdipapirforetakenes rolle i samfunnsøkonomien, se Grünfeld (2012).

⁴⁷ Vprl. § 1-3.

⁴⁸ Vphl. § 2-6.

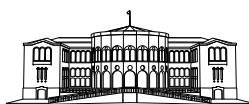
⁴⁹ Verdipapirsentralen eier og driver et elektronisk system for registrering av finansielle instrumenter og rettigheter i disse instrumentene.

⁵⁰ Se Norges Bank (2004) s. 34 for en utfyllende beskrivelse av de ulike formene for risiko på finansmarkedet.

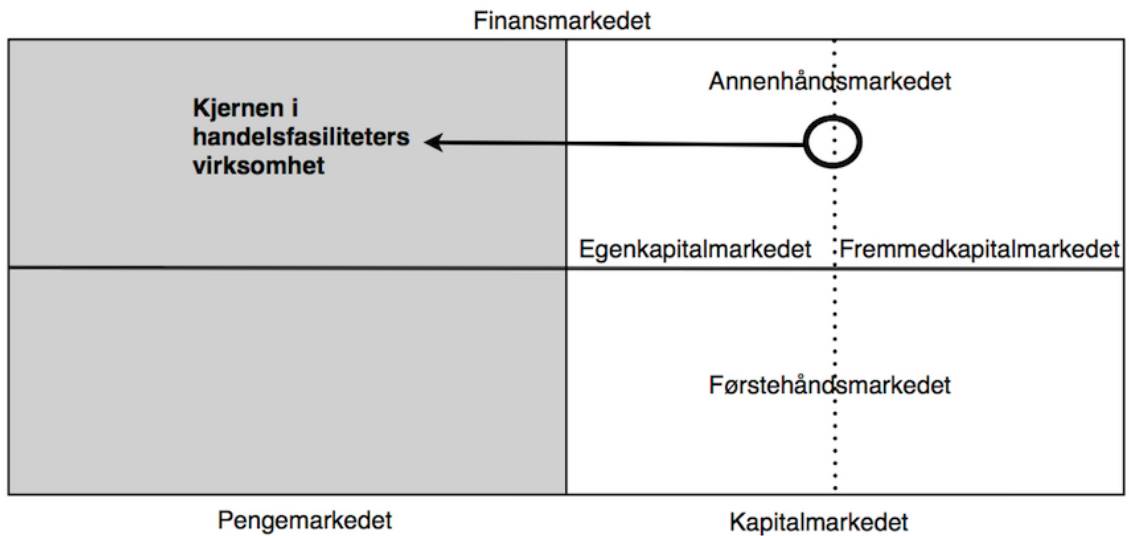
⁵¹ Myklebust (2011) s. 37.

⁵² Det finnes også aktører som omfordeler risiko mot vederlag, som f.eks. forsikringsselskap.

⁵³ Gjennomsiktighet har to aspekter: Opplysninger om til hvilke priser det kan handles i markedet (førhandelsgjennomsiktighet), og opplysninger om pris og volum for handler som er foretatt (etterhandelsgjennomsiktighet).



av handelen på handelsfasilitetene. Slik legger handelsfasiliteter viktige premisser for informasjonsflyten på finansmarkedet.



Figur 1: Kjernen i handelsfasiliteters virksomhet.

2.2 Hensynene bak konsesjonsordningen for handelsfasiliteter

Etter børsl. § 1 er formålet med børsloven å legge til rette for «effektive, velordnede og tillitvekkende markeder» for finansielle instrumenter. Formålet med verdipapirhandelloven er å legge til rette for «sikker, ordnet og effektiv» handel i finansielle instrumenter, jf. vphl. § 1. Begge bestemmelsene er en videreføring av formålsbestemmelsene i de eldre lovene⁵⁴ og har overlappende hensyn. Det faller også innenfor lovenes formål å ivareta tilliten til finansmarkedet på et mer overordnet samfunnsmessig plan.⁵⁵ Finanstilsynet har fremhevet bl.a. gjennomsiktighet og håndtering av interessekonflikter som slike hensyn.⁵⁶

Formålsbestemmelsene vil være retningsgivende for tolking av loven og for skjønnsutøvelse i medhold av loven.⁵⁷ Sagt på en annen måte skal tolking og skjønnsutøvelse av de øvrige bestemmelsene i loven lede til effektivitet, sikkerhet og tillit til markeds plassene og den øvrige handelen med finansielle instrumenter. I tillegg til lovens egne formålsbestemmelser vil også formålene bak MiFID være styrende for tolkingen og skjønnsutøvelsen. Disse formålene fremgår av direktivets fortale og er dels overlappende med de nasjonale lovenes formål. Et overordnet formål bak direktivet er å sikre «en utførelse af investortransaksjoner af høj kvalitet og opretholde det finansielle systems integritet og overordnede effektivitet».⁵⁸ Det samme er investorbeskyttelse.⁵⁹ Utover dette vil de spesifikke formålene relatert til enkeltbestemmelser utfylle de mer overordnede formålene. Hverken loven

⁵⁴ Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 417 og s. 449.

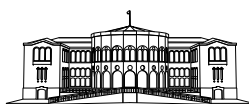
⁵⁵ Jf. bl.a. Innst.O.nr.83 (1996-97) s. 8.

⁵⁶ Ot.prp.nr.73 (1999-2000) s. 27.

⁵⁷ I.c.

⁵⁸ Fortalen pkt. 5.

⁵⁹ Fortalen pkt. 31.



eller MiFID gir noen nærmere retningslinjer for avveiningen av de ulike formålene mot hverandre. Slike avveininger vil endre seg over tid og kan neppe styres på generelt grunnlag. Dette fordrer at konsesjonsmyndigheten selv vurderer og avveier de hensyn som i den enkelte sak anses som relevante, i tråd med gjeldende problematikk på feltet.

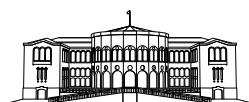
Lovens formålsbestemmelser angir kun hensynene bak lovregulering av handelsfasiliteter. De må komplementeres med lovgivers hensikt med en konsesjonsordning for handelsfasiliteter. Konsesjonsordninger er et klassisk næringspolitisk verktøy som innebærer krav om offentlig tillatelse for å utøve en eller annen form for næringsvirksomhet. Konsesjoner brukes gjerne der lovgiver, ut fra virksomhetens karakter eller politiske hensyn, finner det nødvendig å begrense antallet aktører. Videre kan konsesjonsordninger være en effektiv måte å påse at aktørene oppfyller kriteriene for å drive virksomheten, og kontrollere hvordan den utøves. Disse politiske hensynene har også betydning ved skjønnsutøvelsen etter loven.

Konsesjonsordningen for handelsfasiliteter sikrer at alle søkere som oppfyller visse forhåndsfastsatte vilkår, tildeles markedsplasskonsesjon. Markedsplassvirksomhet er ikke forbudt i utgangspunktet og blir kun konsesjonspliktig når den får en viss karakter. Slike konsesjonsordninger legger vanligvis ingen vekt på om andre aktører er blitt tildelt en tilsvarende konsesjon. Konsesjonsordningen kan anses som en godkjennelsesordning der myndighetene etter en konkret helhetsvurdering avgjør om de enkelte søkerne skal gis tillatelse, i motsetning til ordninger som gir søkerne et rettskrav på å bli tildelt konsesjon hvis de oppfyller vilkårene.

Flere ulike hensyn kan sammen gjøre det nødvendig å regulere og organisere en samfunnsoppgave eller et rettslig forhold ved hjelp av konsesjonsinstituttet. Konsesjonsordninger begrunnes ofte med sosialpolitiske eller økonomiske hensyn. I andre sammenhenger vil det offentliges behov for å stille individuelle krav til aktørene samt muligheten til å styre markedsutviklingen i ønsket retning danne grunnlaget for konsesjonsordningen. Dette behovet er særlig fremtredende som begrunnelse for konsesjonsordningen for handelsfasiliteter, sammen med ulike økonomiske hensyn. Det har betydning for både lovtolkningen og skjønnsutøvelsen etter børsloven og verdipapirhandeloven.

Virksomheten som drives av handelsfasiliteter, er viktig for finansmarkedets øvrige funksjon, og det er derfor viktig for lovgiver at denne virksomheten underlegges rettslig regulering. Handelsfasiliteter underlegges slik offentlig regulering gjennom krav om konsesjon.

Hovedgrunnen til å underlegge handelsfasiliteter rettslig regulering er å sikre at deres funksjoner utøves tilfredsstillende, at handelsfasilitetene har et organisatorisk og økonomisk fundament som gir markedet rimelig tillit til at de vil bestå og kan tilpasse seg, selv om de markedsmessige forutsetninger brått endres. Dersom handelsfasilitetene ikke fungerer tilfredsstillende, kan markedets effektivitet reduseres grunnet manglende tillit til omsetningen av finansielle instrumenter. Da vil handelen være forbundet med risiko utover risikoen i det enkelte finansielle instrument, og det blir dyrere for utstedere å hente kapital. Markedsaktørene er derfor avhengige av at det eksisterer en regulering av markedsplassvirksomhet, som gjør at de kan ha tillit til at fasilitetene fungerer slik at det er forsvarlig å foreta investeringer. Siden tilfredsstillende oppfyllelse av handelsfasiliteters funksjon er en sentral begrunnelse bak konsesjonssystemet, må disse funksjonene ha betydning som et bakgrunnsteppe ved lovanvendelsen.



2.3 Betydningen av ikke-konsesjonspliktig virksomhet

At handelsfasiliteter ikke underlegges konsesjonsplikt, medfører i siste instans at de ikke tilbyr investorer den samme rettslige beskyttelsen som konsesjonspliktige handelsfasiliteter. Handelsfasiliteter bringes inn under rettslig regulering nettopp gjennom tildeling av konsesjon. Når en handelsfasilitet ikke er konsesjonspliktig, underlegges den ikke slik offentlig regulering som konsesjonspliktige handelsfasiliteter gjør.

Dette betyr at de hensynene som ble redegjort for ovenfor i kapittel 2.2, ikke nødvendigvis ivaretas av ikke-konsesjonspliktige⁶⁰ handelsfasiliteter. Den vesentlige utfordringen ved dette er at markedsplassen ikke underlegges regler om gjennomsiktighet, og dermed skaper utfordringer for prisformasjon innen de finansielle instrumentene som handles på den, samt markedets effektivitet og likviditet.⁶¹ Dersom disse instrumentene også handles på en konsesjonspliktig handelsfasilitet, kan manglende gjennomsiktighet lede til mindre effektiv prisformasjon også på disse markedsplassene. Mangel på gjennomsiktighet skaper såkalte «dark pools»⁶² hvor det ikke offentliggjøres informasjon om kjøps- og salgsinteressene.

Ikke-konsesjonspliktige handelsfasiliteter vil dog forsøke å ivareta noen av hensynene gjennomgått under kapittel 2.2 gjennom selvregulering. Slik selvregulering er ofte avgjørende for at investorene skal ha tillit til handelsfasiliteten og handle på den, og er ofte inspirert av den rettslige reguleringen på området.⁶³ Ikke-konsesjonspliktige handelsfasiliteter er dermed ikke synonyme med uregulerte handelsfasiliteter, siden de ofte vil være selvregulerte – og visse rettsregler fortsatt vil kunne anvendes på dem uavhengig av om de har konsesjon som handelsfasilitet.⁶⁴

3 DAGENS KONSESJONSSYSTEM

Handel med finansielle instrumenter foregår prinsipielt på tre måter:⁶⁵

For det første kan finansielle instrumenter omsettes direkte mellom interesserte kjøpere og selgere uten noen form for medvirkning fra et organisert handelssystem. Dette er bilateral handel og omtales som OTC-markedet⁶⁶, og står i motsetning til handel over børs som krever nettopp et organisert handelssystem. Til forskjell fra børsandel er handelen på OTC-markedet i mindre grad systematisk.

For det annet kan verdipapirforetak selv fungere som markedsplasser, bl.a. ved å slutte handler mellom kunder som representerer motsvarende kjøps- og salgsinteresser.

⁶⁰ Mer om ikke-konsesjonspliktige handelssystemer i kap. 6.

⁶¹ Prisene vil kunne avvike fra reelle markedsverdier, og kursrelevant informasjon kan bli ujevnt fordelt blant aktører i markedet.

⁶² «Dark pools» er handelsnettverk som ikke offentliggjør kjøps- og salgsinteresser. Disse nettverkene er ikke åpne for allmennheten og tilbyr aktørene konfidensialitet om deres handelsinformasjon. Hovedformålet med «dark pools» er å minimere den prisjusterende effekt kjøp og salg av store ordrer potensielt kan ha på et gjennomsiktig marked. Dette er helt legitime grunner for å operere uten gjennomsiktighet, men skaper like fullt utfordringer for markedet for øvrig. Undertiden omtales også de regulerte markedssystemene som «dark pools» når de får unntak fra kravene om gjennomsiktighet. For mer om «dark pools»' innvirkning på prisformasjonen, se Zhu (2013).

⁶³ Se f.eks. Nordic ABM Member and Trading Rules av juni 2014 (versjon 1.2). Sistnevnte pålegges alle medlemmer av Nordic ABM gjennom deres medlemsavtale, se Member Agreement Nordic ABM pkt. 1. og 3.

⁶⁴ Rognlien (2009) s. 14.

⁶⁵ Mydske (2008) s. 158.

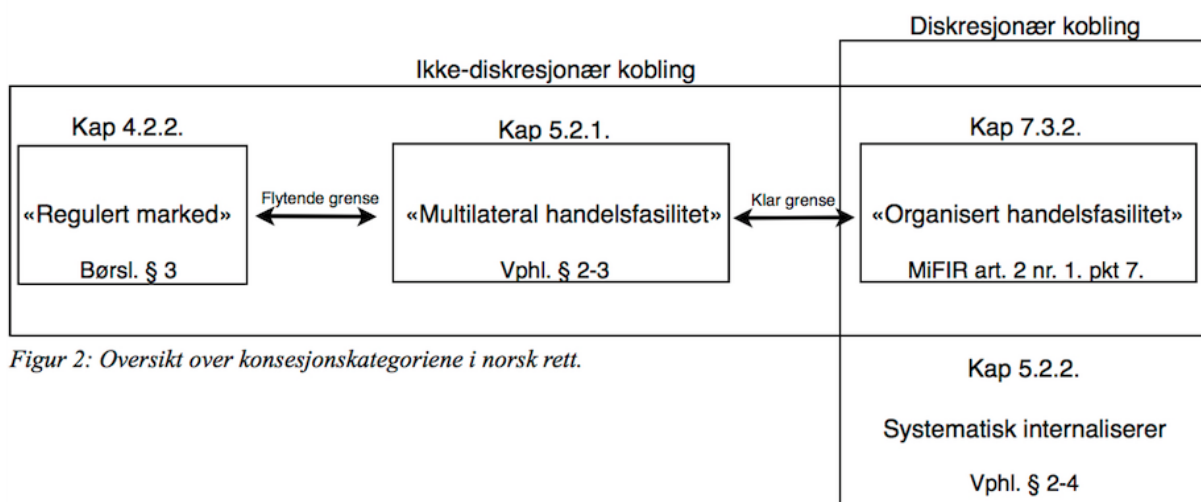
⁶⁶ «OTC» står for «over-the-counter»-trading og omtales ofte også som «off-exchange»-trading. I Norge brukes ofte begrepene «gråmarkedet» og det «unoterte markedet». Begrepsbruken viser markedet som en motsetning til organiserte markedsplasser.



For det tredje kan ulike former for multilaterale markedsplasser legge til rette for handel i finansielle instrumenter. Disse markedsplassene er multilaterale systemer hvor handelsfasiliteten er en risikofri part som systematisk kobler sammen handelsinteresser. Også innad i denne gruppen handelsfasiliteter har det de senere årene blitt stadig større variasjon, ikke bare med hensyn til hvordan handelsinteresser kobles sammen, men også med hensyn til andre sentrale funksjoner som f.eks. opptak av medlemmer og finansielle instrumenter.

Det er de multilaterale markedsplassene og verdipapirforetakenes kobling av handelsinteresser som er underlagt konsesjon i norsk rett. Konsesjonssystemet for norske handelsfasiliteter er tosporet og reguleres av henholdsvis børsloven og verdipapirhandelloven. Konsesjon for de multilaterale markedsplassene «regulert marked» og «børs» reguleres av børsloven, mens konsesjon for «multilateral handelsfasilitet» og verdipapirforetakenes systematiske internalisering reguleres av verdipapirhandelloven. Hvilken konsesjon en handelsfasilitet underlegges, har betydning for hvilke rettslige krav handelsfasiliteten må overholde, men det har også en rekke andre rettsvirkninger som f.eks. om institusjonelle investorer kan handle finansielle instrumenter på handelsfasiliteten, og hvilke forpliktelser utstederne må forholde seg til.

Finansdepartementet er konsesjonsmyndighet etter børsloven⁶⁷, mens Finanstilsynet er konsesjonsmyndighet etter verdipapirhandelloven^{68, 69}. Under følger en oversikt over konsesjonskategoriene som vil behandles i dette notatet.



Figur 2: Oversikt over konsesjonskategoriene i norsk rett.

⁶⁷ Børsl. § 4.

⁶⁸ Delegasjonsvedtak av 3. oktober 2007 fra Finansdepartementet. Vedtaket må ses i lys av brev av 17. mars 1998, hvor departementet uttaler: «Departementet finner grunn til å presisere at den delegerte myndighet gjelder for kurante saker og at saker av viktighet og/eller av prinsipiell karakter, etter saksforberedelse, skal oversendes departementet for avgjørelse.»

⁶⁹ Konsesjonstildelingen etter begge lovene er et enkeltvedtak, jf. forvaltningsloven § 2 bokstav b, jf. bokstav a, og følger saksbehandlingsreglene i forvaltningsloven, jf. § 1.



4 KONSESJON ETTER BØRSLOVENS REGLER

4.1 Innledning

Foretak som driver virksomhet som regulert marked eller børs må ha konsesjon etter børsloven, jf. børs. § 4 første ledd og § 33 første ledd.⁷⁰ Dersom et foretak underlegges konsesjon som regulert marked, gjelder det visse virksomhetsbegrensninger for hvilken virksomhet foretaket kan drive. Foretaket kan, i tillegg til virksomhet som regulert marked, bare drive virksomhet som har «naturlig sammenheng» med markedsplassvirksomhet, og som «ikke svekker tilliten» til markedsplassens «integritet og uavhengighet», jf. børs. § 23 første ledd.⁷¹ Virksomhet som hverken kan anses som biverksamhet til børsvirksomhet eller er relatert til verdipapirkjeden for øvrig, vil som utgangspunkt ikke ha «naturlig sammenheng» med markedsplassvirksomhet. Likevel må oppgjørsvirksomhet skilles ut, jf. bestemmelsens annet ledd.

Børslovens konsesjonssystem er utformet i to trinn: Først vurderes det om konsesjonsplikten utløses, og deretter hvorvidt konsesjon skal innvilges. Disse to trinnene behandles i det følgende under henholdsvis kapittel 4.2 og 4.3. På grunn av utformingen av definisjonene til regulert marked og børs er det et visst samspill mellom disse to trinnene. Avslutningsvis vil konsesjonsmyndighetens skjønnsutøvelse i henhold til begge disse trinnene i konsesjonssystemet analyseres i kapittel 4.4.

Konsesjonssystemet kan også sies å ha et tredje trinn: tilbakekall av konsesjon. Finansdepartementet er gitt særskilt hjemmel til helt eller delvis å kunne endre, herunder sette nye vilkår, eller tilbakekalle tillatelsen som regulert marked dersom visse vilkår er oppfylt, jf. børs. § 6 annet ledd. Blant annet gjelder dette dersom foretaket ikke lenger oppfylder vilkårene for konsesjon eller foretaket alvorlig eller systematisk overtrer bestemmelser gitt i eller i medhold av lov. I praksis vil andre sanksjoner være mer relevante enn tilbakekall av tillatelsen i slike tilfeller. Generelt er tilbakekall av konsesjon lite praktisk på dette området, hovedsakelig grunnet aktørenes profesjonalitet. Dette behandles derfor ikke i det følgende.

4.2 Grensen for konsesjonspliktens inntreden

4.2.1 Innledning – om børsloven §§ 4 og 33

Det første spørsmålet som oppstår i relasjon til en konsesjonsordning, er hvor grensene for konsesjonsplikten skal trekkes. Spørsmålet er viktig for å avgjøre hva som skal til for at en virksomhet skal underlegges regulering etter børsloven, og dermed til enhver tid måtte oppfylle vilkårene lovgivningen stiller til børsvirksomhet.

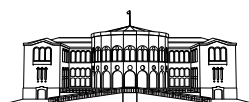
Et hovedspørsmål er om konsesjonsplikt skal være *funksjonell* og inntre når foretaket driver «børsvirksomhet», eller om den skal være *formell* og kun inntre ved bruk av betegnelsen «børs» eller «regulert marked» i navnet eller omtale av virksomheten.

Rettstilstanden etter norsk rett i dag er at konsesjonsplikten er *funksjonell*.⁷² Det er «virksomhet» som «regulert marked» eller «børs» som utløser konsesjonsplikt, jf. børs. § 4 første ledd og § 33 første ledd. Konsesjonsplikten inntre når virksomheten har karakter av

⁷⁰ Norsk regulert marked som skal utøve virksomhet i utlandet gjennom datterselskap eller filial, må også ha tillatelse fra departementet, jf. børs. § 8.

⁷¹ Finansdepartementet avgjør i tvilstilfelle om vilkårene i § 23 første ledd er oppfylt.

⁷² Det kan diskuteres hvorvidt dette er helt riktig. Selv under dagens konsesjonsordning gis aktører en viss kommersiell frihet til å velge konsesjonskategori.



børsvirksomhet, og ikke kun når en aktør ønsker å benytte betegnelsen «regulert marked» eller «børs» om virksomhet.⁷³ Børsl. § 4 gjennomfører MiFID art. 36 nr. 1 og art. 4 nr. 1 pkt. 14.⁷⁴ Artikkel 36 stiller krav om en konsesjonsplikt for regulerte markeder, og det går implisitt frem at denne konsesjonsplikten må relatere seg til «virksomheten» som regulert marked.⁷⁵

Med en funksjonell konsesjonsplikt er det ikke opp til det enkelte regulerte marked om det selv ønsker å underlegge seg rettslige regler, uavhengig av hva slags virksomhet som drives. Konsesjonsordningen for handelsfasiliteter er da mer på linje med øvrige konsesjonsordninger hvor det er vanlig lovgivningsteknikk å knytte konsesjonskrav til nærmere angitte virksomhetsbeskrivelser.

Tidligere var imidlertid rettstilstanden i Norge annerledes. Konsesjonsplikten var tidligere *formell*.⁷⁶ Utviklingen i grensene for konsesjonsplikten som har skjedd de siste 26 årene, er nødvendig for å forstå dagens konsesjonsordning. Konsesjonsplikten inntreden var et diskusjonstema under lovforarbeidet til børsloven av 1988. Under lovforarbeidet foreslo Finansdepartementet at konsesjonsplikten skulle knyttes til bruk av betegnelsen «børs».⁷⁷ Det ville derfor være mulig å drive «børsvirksomhet» uten konsesjon som børs. Finanskomiteen på sin side ønsket å knytte konsesjonskravet til utøvelsen av den beskrevne virksomheten.⁷⁸

Den vedtatte lovteksten var på dette punkt i tråd med departementets forslag, jf. børsl. 1988 § 1-2, men med en viss usikkerhet om forståelsen av konsesjonsplikten. Med sin vurdering av 28. april 1998 avklarte Finansdepartementet at konsesjonsplikten *ikke* var funksjonell.⁷⁹ Problemstillingen ble satt på spissen av et investeringsselskap fra Trondheim, kalt InnovasjonsMarked ASA, gjennom konsesjonssøknad til Finanstilsynet.⁸⁰ InnovasjonsMarked ASA ble presentert som et investeringsselskap som skulle tilføre småbedrifter og gründere startkapital ved samtidig å etablere en databasert markeds plass, som gjorde det mulig for investorene å omsette sine eierandeler i slike bedrifter. I sitt brev konkluderte Finansdepartementet med at virksomheten ikke trengte konsesjon etter børsloven, og la til grunn at det var bruk av betegnelsen «børs» i navn eller ved omtale av virksomheten som utløste konsesjonsplikt.

Dette betød at drift av markeds plass som ikke kalte seg «børs», falt utenfor børslovens virkeområde. Kobling av kjøps- og salgsinteresser var imidlertid i utgangspunktet en

⁷³ Brudd på dette straffes med bøter, jf. børsl. § 48.

⁷⁴ Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 191.

⁷⁵ Etter MiFID art. 36 nr. 1 skal hver medlemsstat forbeholde tillatelse som regulert marked til systemer som etterkommer vilkårene i direktivets del III. En medlemsstat vil være hjemstat for de foretak som har sitt vedtektsfestede forretningskontor i staten, jf. NOU 2006: 3 s 118.

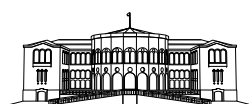
⁷⁶ Dette ledet til den noe formalistiske avgjørelsen i Rt. 1935 s. 815. Høyesterett kom i denne dommen til at en restaurant i Trondheim, kalt «Middagbørsen», ikke kunne benytte ordet «børs» i navnet grunnet forbudet i børsloven av 19. juni 1931 nr. 19 § 2.

⁷⁷ Ot.prp.nr.83 (1986-1987) s. 35 og s. 89.

⁷⁸ Innst.O.nr.90 (1987-1988) s. 13 flg. og s. 23 flg.

⁷⁹ Kravet om at all børsvirksomhet måtte organiseres som «selveiende institusjon», jf. børsl. 1988 § 1-1, satte en vesentlig hindring for reelle konkurrenter til Oslo Børs, og en slik konklusjon – hvor andre aktører kunne drive omtrent samme virksomhet som børsen uten konsesjon – hadde ikke samme konsekvenser for konkurransen på markedet som den ville hatt i dag.

⁸⁰ Spørsmålet var på dette tidspunktet så usikkert at det også ble diskutert på Stortinget, jf. Dokument nr. 15:152 (1997-98).



investeringstjeneste som bare kunne utøves av foretak med konsesjon som verdipapirforetak, jf. verdipapirhandelloven av 1997 § 7-1 første ledd og § 1-2 første ledd nr. 1 jf. Ot.prp.nr. 74 (1999-2000) s. 27.

Vi ser at problemstillinger rundt konsesjonspliktens inntreden først oppstår når det etableres konkurrenter til de tradisjonelle børsene. Før dette var det mindre relevant å spesifisere konsesjonspliktens inntreden, fordi det ofte var uomtvistelig hvorvidt et foretak var en børs eller ikke. Nå som børsvirksomhet ikke lenger er monopolisert, er det større behov for klare linjer for konsesjonspliktens inntreden. Det ville i dag være en uholdbar løsning at aktører kunne drive liknende virksomhet som Oslo Børs uten å være underlagt konsesjonsplikt overhodet. Det ble derfor innført en funksjonell konsesjonsplikt i norsk rett ved børsloven av 2000, samtidig som børsvirksomheten ble privatisert og utsatt for konkurranse.

Siden det i dag er «virksomhet» som regulert marked og børs som utløser konsesjonsplikt etter børsloven, vil det i det følgende redegjøres for hva denne virksomheten nærmere består i. Den nedre grensen for konsesjonsplikt etter børsloven går ved konsesjon som «regulert marked». Det kreves meroppfyllelse av kravene i loven for konsesjon som «børs». I det følgende behandles først den nedre grensen, «regulert marked», 4.2.2, og deretter sies det noe særskilt om børskategorien i kapittel 4.2.3.

4.2.2 Foretak som driver virksomhet som «regulert marked»

Vi har sett at børsl. § 4 krever konsesjon for virksomhet som «regulert marked», og konstatert at denne konsesjonsplikten relaterer seg til virksomheten som sådan – uavhengig av hvilken betegnelse som benyttes om den. Spørsmålet i det følgende er hva denne virksomheten nærmere må bestå i, og hvilken karakter den må ha, for å være konsesjonspliktig som «regulert marked» etter børsloven. Begrepet er legaldefinert i børsl. § 3:

«Med regulert marked menes 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. [uthevet her]»

Legaldefinisjonen i børsl. § 3 implementerer definisjonen av «regulert marked»⁸¹ i MiFID art. 4 nr. 1 pkt. 14.⁸² MiFID definerer «regulert marked» etter art. 4 nr. 1 pkt. 14, som:

«*Et multilateralt system, der drives og/eller forvaltes af en markedsoperatør, som - inden for systemet og under iagttagelse af detses ufravigelige regler - sætter forskellige tredjeparters interesse i køb og salg af finansielle instrumenter i forbindelse med hinanden* eller beforder dette på en sådan måde, at der *indgås en aftale om finansielle instrumenter, der er optaget til handel* efter dette markeds regler og/eller systemer, og som har opnået tilladelse og fungerer efter forskrifterne samt bestemmelserne i [direktivets] afsnit III. [uthevet her]»

⁸¹ Omtales i EU-retten som «regulated market» (eng), «marché réglementé» (fr), og «geregelter markt» (ty).

⁸² Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 191.



I tråd med lovgivningstradisjonen på kontinentet er definisjonen i MiFID mer utførlig enn den vi finner i børsløven, men noen realitetsforskjell er det ikke mellom disse definisjonene, jf. NOU 2006: 3 s. 118. Definisjonen må forstås i lys av MiFID, og direktivet vil være styrende for tolkningen. Tolkningen av direktivteksten beror på EU-rettslig metode.

Som vi ser, er det tre kumulative vilkår som må være oppfylt for at en handelsfasilitet skal falle innenfor legaldefinisjonen av «regulert marked» etter disse definisjonene: Handelsfasiliteten må drive (1) et multilateralt system for kobling av kjøps- og salgsinteresser i (2) finansielle instrumenter som er opptatt til handel, og som (3) regelmessig omsettes på markedsplassen. I det følgende vil jeg gå nærmere inn på de enkelte vilkårene i definisjonen av «regulert marked». Jeg tar utgangspunkt i børsløvens definisjon, jf. børsl. § 3. Disse tre vilkårene reiser imidlertid en rekke underspørsmål, og det er derfor nødvendig å supplere lovens definisjon med MiFIDs formuleringer. Vilkårene gjennomgås i en annen (og mer hensiktsmessig) rekkefølge enn det som følger av loven.

4.2.2.1 Vilkår 1: Kobling av «kjøps- og salgsinteresser» innenfor et «multilateralt system» etter «objektive regler»

Det første vilkåret som må være oppfylt for at en handelsfasilitet skal regnes som et regulert marked, er at handelsfasiliteten «organiserer eller driver» et «multilateralt system» for handel, jf. børsl. § 3.

Det første spørsmålet er hva som regnes som et multilateralt system for kobling av handelsinteresser i lovens forstand.

Etter en naturlig språklig forståelse står et slikt system i motsetning til et bilateralt system, hvor det skjer direktehandel mellom kjøper og selger. Det bekreftes i forarbeidene at bilaterale ordninger faller utenfor lovens ordlyd.⁸³ Ordlyden omfatter dermed ikke bilaterale handelssystemer hvor den som kobler sammen handelsinteressene, gjennomfører hver handel for egen regning, og ikke som risikofri tilrettelegger i transaksjonen mellom kjøper og selger av det aktuelle finansielle instrumentet.⁸⁴ Etter dette faller verdipapirforetakenes systematiske internalisering utenfor definisjonen.

Avgrensningen mot bilaterale systemer betyr f.eks. at en handelsfasilitet som kjøper finansielle instrumenter fra selgere og deretter selger disse videre til egne kunder som har kjøpsinteresser i instrumentene, faller utenfor lovens definisjon fordi handelsfasiliteten reelt sett driver bilateral handel. Den kobler ikke tredjepartsordre, men går selv inn som aktiv part i handelen.

Motsetningsvis vil et handelssystem være multilateralt dersom det er åpent for flere parter.⁸⁵ Dette blir likevel en noe enkel forståelse av hva et multilateralt marked er. Det må i tillegg kreves at handelsfasiliteten er en risikofri tilrettelegger i transaksjonen mellom kjøper og selger.⁸⁶ At en handelsfasilitet er risikofri tilrettelegger i en transaksjon, vil si at den ikke påtar seg risiko for tap eller gevinst i forbindelse med handelen.

⁸³ Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 450. Det samme i MiFIDs fortale pkt. 6.

⁸⁴ MiFIDs fortale pkt. 6.

⁸⁵ Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 450.

⁸⁶ Valiante (2012) s. 1.



Den italienske juristen Diego Valiante går imidlertid et skritt lenger og mener det også er et vilkår at systemet ikke utøver skjønn ved koblingen av transaksjoner samt ved opptak av finansielle instrumenter og medlemmer for at det skal regnes som multilateralt.⁸⁷ Dersom en handelsfasilitet utøver skjønn i forhold til kun én av disse relasjonene, må systemet regnes som bilateralt.

Jeg er enig i at definisjonen av «regulert marked» sett under ett, sammen med kravet om at koblingen av handelsinteressene må skje etter «objektive handelsregler», leder til en slik konklusjon. Dette kan imidlertid ikke regnes som et trekk ved multilaterale systemer i seg selv. Isolert sett er et multilateralt system kun en arena hvor flere aktører kan samhandle. Denne forståelsen underbygges av den nylig vedtatte definisjonen av «multilateralt system» i MiFIR, hvor det heter at «multilateralt system» skal forstås som ethvert system eller enhver fasilitet hvor ulike tredjepartsinteresser i kjøp og salg av finansielle instrumenter kan samhandle innen systemet.^{88 89} Det stilles ikke krav om at transaksjonene i et slikt system skal utføres ikke-diskresjonært, og det er derfor ikke grunnlag for en så snever forståelse av begrepet «multilateralt system» som den Valiante anfører.

Etter den nye definisjonen i MiFIR må også vilkåret om handelsfasiliteten som risikofri tilrettelegger nyanseres noe. Hovedregelen er at en handelsfasilitet, for å være multilateral, må være en risikofri tilrettelegger i transaksjonene den gjennomfører. Det må dog åpnes for at et multilateralt handelssystem under visse forutsetninger kan påta seg risiko ved enkelte transaksjoner.

Det neste spørsmålet som oppstår, er hva som skal regnes som et «system» i børslovens forstand. MiFID legger opp til en bred forståelse av systembegrepet i definisjonen av «regulert marked». Etter fortalen skal begrepet «system» omfatte både markeder «der består i kraft af både et regelsæt og en handelsplads», såvel som de markedene «der udelukkende fungerer på grundlag af et regelsæt».⁹⁰ Det er med andre ord ikke et krav om at det multilaterale handelssystemet til et regulert marked er et teknisk system. Det er tilstrekkelig at handlene kobles sammen på grunnlag av et regelsett som alle aktørene på handelsfasiliteten må følge. Selv om direktivets systembegrep skal forstås vidt, vil de aller fleste multilaterale handelssystemer være elektroniske «matchingsystemer». Det er både upraktisk og kostnadskrevende å operere et handelssystem som kun består av et regelverk, og hvor den nærmere koblingen av handelsinteresser f.eks. skjer etter et stemmebasert system eller pr. telefon.

I forlengelsen av dette synes det heller ikke å være et krav om automatisk kobling (matching) av handelsinteresser i direktivet, slik at disse interessene må kobles sammen fortløpende. Det synes å være åpent for at handelsfasiliteten kobler sammen interesser etter et såkalt akseptsystem⁹¹. I et akseptsystem vil salgstilbudet fremgå av et elektronisk system, men det skjer ingen kobling av handelsinteressene før kjøper uttrykkelig aksepterer det ønskede tilbudet. Dette er et halvautomatisk system som krever en innsats fra kjøper i form av en aksept, i motsetning til et matchingsystem hvor kjøps- og salgsinteresser automatisk kobles sammen.⁹² Det er matchingsystemet som er det foretrukne alternativet for kobling av kjøps- og

⁸⁷ Valiante (2012) s. 2.

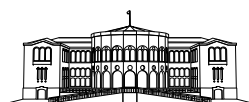
⁸⁸ MiFIR art. 2. nr. 1 pkt. 2a.

⁸⁹ Definisjonen har ikke direkte betydning for tolkningen av MiFID. Den vil likevel være et relevant etterarbeid grunnet en antepert endret rettstilstand og viser EUs egen vide forståelse av begrepet.

⁹⁰ MiFIDs fortale pkt. 6.

⁹¹ I.c.

⁹² Se eksemplet ovenfor.



salgsinteresser på multilaterale markedsplasser. Koblingen skjer da automatisk mellom handelsinteressene basert på matematiske algoritmer.

Det er diskutert hvorvidt et slikt akseptsystem i realiteten vil være et bilateralt system fordi handelsinteressene i praksis selv finner sammen, og at systemet derfor faller utenfor definisjonen av «regulert marked». Systemet skiller seg fra rene informasjonssystemer hvor tilbudet fremgår av en elektronisk oppslagstavle, men selve handelen må utføres pr. telefon. Etter akseptsystemet skjer handelen, i motsetning til informasjonssystemer, fortsatt innenfor den aktuelle handelsfasilitetens eget handelssystem.

Akseptsystemet er også åpent for flere parter, slik at den eneste forskjellen mellom dette systemet og et automatisk matchingsystem er hvorvidt koblingen skal skje etter nærmere definerte algoritmer eller etter partens uttrykkelige aksept av et tilbud. Også i et matchingsystem legger brukerne føringer på hvordan systemet kan koble sammen interesser ved selv å bestemme akseptabel pris for å gjennomføre transaksjonen. Sammenkobling skjer først når to priser utlikner hverandre (eller hvor det er liten forskjell mellom prisene). I akseptsystemet er forskjellen kun at føringene er erstattet av kravet om uttrykkelig aksept. Et akseptsystem som beskrevet her, vil derfor ikke være et bilateralt system som faller utenfor definisjonen av «regulert marked».

Akseptsystemet som beskrevet ovenfor er ikke det samme som det Valiante omtaler som «hybridsystemer»⁹³. Forskjellen består i at ved et akseptsystem vil motparten enten akseptere eller avslå tilbudet som foreligger, mens ved hybridsystemene vil koblingen mellom interessene først skje multilateralt – før den nærmere fastleggelsen av avtalevilkårene (gjennom forhandlinger) overlates til partene med et verdipapirforetak som mellommann. Skillet mellom disse systemene blir i noen grad nyansert ved at en motpart i et akseptsystem kan, dersom han vil forhandle om vilkårene som fremgår av tilbudet i systemet, selv velge å slutføre handelen med tilbyder pr. telefon – og ikke innen systemet. Dette er dog unntaket fra akseptsystemets hovedfunksjon og forandrer ikke på den prinsipielle karakteristikken av systemet.

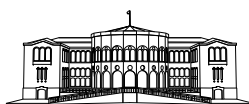
Vi har sett på hva lovens vilkår om et «multilateralt system» innebærer. Etter MiFID stiller definisjonen videre krav om at det er «kjøps- og salgsinteresser» som skal kobles sammen innenfor dette multilaterale systemet. Etter fortalen punkt 6 skal «kjøps- og salgsinteresser» forstås vidt og omfatter ordre, prisstillelser og interessemarkeringer. Direktivets krav om at disse interessene skal bringes sammen «inden for systemet» og etter regler oppstilt av systemets operatør, innebærer at interessene skal bringes sammen etter systemets regler, protokoller eller interne prosedyrer. Dette betyr OTC-handel faller utenfor definisjonen fordi den ikke skjer «inden for» et system. Videre medfører det at rene informasjonssystemer hvor tilbudet fremgår av en elektronisk oppslagstavle, men hvor selve handelen må utføres utenfor systemet, også faller utenfor definisjonen av regulert marked.

Det er, i tillegg til at koblingen av handelsinteresser må skje innenfor systemet til det enkelte regulerte marked, et vilkår at koblingen av kjøps- og salgsinteresser skal skje etter markedsplassens «objektive handelsregler», jf. børsloven § 3. Dette betyr at koblingen av handelsinteressene skal være ikke-diskresjonær. Interessene må ikke kobles sammen på en måte som krever «noget skøn med hensyn til, hvorledes interessene kan matches».^{94 95} Dette utelukker systemer hvor handelsfasiliteten, etter at ordre om kjøp og salg av finansielle

⁹³ Valiante (2012) s. 6. «Hybridsystemer» er en mellomting mellom et rent multilateralt system som det ble redegjort for ovenfor, og et bilateralt system.

⁹⁴ MiFID fortale pkt. 6.

⁹⁵ Dette utelukker ikke at brukerne av systemet kan utøve skjønn, f.eks. gjennom et akseptsystem, jf. Financial Markets and Exchanges Law (2012) s. 208.



instrumenter er lagt inn i systemet, etter egen vurdering kobler disse sammen av hensyn til den beste utførelsen for medlemmene av fasiliteten. Selv om resultatet av koblingen skulle bli det samme for medlemmene som ved et ikke-diskresjonært system, vil ikke slike handelssystemer regnes som «regulert marked».⁹⁶ Direktivets krav om at interessene bringes sammen på en slik måte at det «indgår en aftale», skal også forstås som at utførelsen skal skje etter de objektive handelsreglene.

Vi har sett hva definisjonens krav om at et «regulert marked» kobler sammen handelsinteresser innenfor et multilateralt handelssystem etter objektive regler, innebærer. Det neste spørsmålet er hva som ligger i lovens vilkår om at handelsfasiliteten «organiserer eller driver» et slikt multilateralt handelssystem.

En ordlydsfortolkning tilsier at handelssystemet må ha en viss tilknytning til handelsfasiliteten, og at handelsfasiliteten må ha et visst ansvar over systemet. Systemet må kunne indentifiseres med handelsfasiliteten og drives etter reglene vedtatt av fasiliteten. Vilkåret innebærer ikke at det regulerte markedet selv må «drive» handelssystemet som benyttes for å gjennomføre transaksjonene.^{97 98} Dette er en praktisk viktig presisering, da det blir stadig vanligere at handelsfasiliteter bruker handelssystemer som drives av andre (større) handelsfasiliteter, eller er av foretak med særskilt teknisk ekspertise. For eksempel samarbeider Oslo Børs med London Stock Exchange om teknologiske løsninger for deres handelssystem og har tatt i bruk handelssystemene TradeElect og Millenium, som begge er utviklet av London Stock Exchange og er fysisk lokalisert i London.

Det kan i forlengelsen av dette heller neppe oppstilles noe krav om at det regulerte markedet selv eier det handelssystemet koblingen skjer på, så lenge den har tilfredsstillende avtaler rundt bruken av systemet som oppfyller konsesjonsvilkårene. Et krav om eierskap ville i praksis gjort teknologisk samarbeid mellom handelsfasiliteter vanskelig, og det ville ført til mindre innovasjon på området – uten at et slikt krav nødvendigvis har noen praktisk betydning for handelsfasilitetens oppfyllelse av vilkåret i definisjonen.

Etter den gamle børsloven var det en forutsetning for slik utkontraktering av den tekniske driften av handelssystemet at markedsplassen hadde «kontroll over og ansvaret for også denne delen av børsvirksomheten».⁹⁹ I forarbeidene til den nye loven står det at rettstilstanden under den gamle loven er videreført, men uten å kommentere nærmere denne forutsetningen.¹⁰⁰ Et slikt krav fremgår ikke eksplisitt av direktivet.

Trolig må et slikt krav likevel anses å gjelde også etter dagens regulering. Dette er en naturlig konsekvens av at det enkelte regulerte marked selv har ansvaret for å sørge for at det til enhver tid oppfyller konsesjonskravene. Dersom det regulerte markedet frasier seg ansvaret for den tekniske utførelsen, ville dette være i strid med de generelle kravene til virksomheten i medhold av børsloven § 22 og kravene til markedsovervåkning, jf. børsloven § 27. I tillegg krever gjennomføringsdirektivet at ved slik utkontraktering («outsourcing of critical or important operational functions») hos verdipapirforetak skal foretaket fortsatt være «fully responsible for discharging all of their obligations», og utkontraktingen må ikke medføre en «delegation (...)

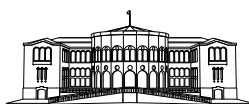
⁹⁶ De vil derimot kunne falle innenfor definisjonen til «organisert handelsfasilitet».

⁹⁷ Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 183.

⁹⁸ Financial Markets and Exchanges Law (2012) s. 207.

⁹⁹ NOU 1999: 3 pkt. 16.2.2.

¹⁰⁰ NOU 2006: 3 s. 119.



of its responsibility».¹⁰¹ Det ville være lite naturlig at viktige funksjoner hos en handelsfasilitet ikke skulle følge et tilsvarende krav.¹⁰²

Presiseringen av at det ikke er noe vilkår at det regulerte markedet selv «driver» sitt handelssystem, reiser, tross sin praktiske viktighet, en særlig problemstilling. Dersom et vilkår for å bli konsesjonspliktig som «regulert marked» er at handelsfasiliteten driver et multilateralt handelssystem, og lovgiver aksepterer at handelsfasiliteter deler den tekniske løsningen av dette systemet, vil en ikke-konsesjonspliktig handelsfasilitet måtte betraktes som et «regulert marked» i lovens forstand, dersom den deler handelssystemet sitt med et «regulert marked»?

Problemstillingen er viktig for å fastlegge konsesjonspliktens grenser og er særlig relevant for flere norske handelsfasiliteter – f.eks. den ikke-konsesjonspliktige markedsplassen Nordic ABM – som benytter samme handelssystem¹⁰³ som Oslo Børs.

Spørsmålet var oppe for EU-domstolen i *Nilas and Others*.¹⁰⁴ Saken gjaldt ileggelse av straffesanksjoner for en rekke individer grunnet kursmanipulering av ACIS-aksjer i det utstedende selskapet SC AICI Bistrița SA på handelsfasiliteten Rasdaq i Romania.

For at en slik straffesanksjon kunne ilegges, måtte den nasjonale domstolen først ta stilling til hvorvidt kursmanipulasjonen var omfattet av anvendelsesområdet til markedsmisbruksdirektivet¹⁰⁵. Anvendelsen av direktivet forutsatte at det manipulerede instrumentet var opptatt til eller søkt opptatt til handel på et «regulert marked», uavhengig av om transaksjonen i praksis fant sted på dette markedet eller ikke, jf. markedsmisbruksdirektivets art. 9 nr. 1.

Rasdaq ble etablert i 1996 som Bursa Electronică Rasdaq (Rasdaq elektroniske børs) og hadde ikke konsesjon som «regulert marked». 1. desember 2005 ble Bursa Electronică Rasdaq fusjonert med Bursa de Valori București SA som var et «regulert marked». Den juridiske personen som ble skapt ved denne fusjonen, ble hetende Bursa de Valori București SA, og drev to adskilte handelsfasiliteter – dvs. det regulerte markedet Bursa de Valori București og markedsplassen Rasdaq. Det var altså operatørene i henholdsvis Bursa de Valori București og Rasdaq som ble fusjonert, og ikke selve disse markedsplassene.

Retten måtte etter dette ta stilling til hvorvidt Rasdaq utgjorde et «regulert marked» fordi handelsfasiliteten fusjonerte med det regulerte markedet Bursa de Valori București. Dette besvarte Domstolen benektende og kom til at Rasdaq ikke var et «regulert marked», jf. MiFID art. 4 nr. 1 pkt. 14.

Siden Rasdaq hverken etter sin egen virksomhet eller etter fusjonen med det regulerte markedet Bursa de Valori București kunne defineres som et «regulert marked» i direktivets forstand, anførte rumenske myndigheter at Rasdaq uansett måtte anses som et regulert marked fordi aksjene som ble handlet på denne handelsfasiliteten, ble utført gjennom det elektroniske systemet som Bursa de Valori București SA hadde stilt til rådighet.

Domstolen slo fast at dette ikke var tilstrekkelig til å kvalifisere Rasdaq som et «regulert marked», og henviste til sin egen fortolkning av definisjonen:

¹⁰¹ Gjennomføringsdirektivet art. 14.

¹⁰² Dette poenget understrekes også av retningslinjene ESMA har vedtatt for å hankses med «high frequency trading» og de store kravene disse retningslinjene stiller til handelsfasilitetens ansvar over sitt handelssystem, jf. ESMA (2012).

¹⁰³ Handelssystemet Millenium. Handelssystemet brukes kun til offentliggjøring av informasjon og ikke til kobling av handelsinteresser.

¹⁰⁴ Sak C-248/11.

¹⁰⁵ Direktiv 2003/6/EF.



«Det følger af de to foregående præmisser, dels at med henblik på at blive kvalificeret som «regulert marked» som omhandlet i artikkel 4, stk. 1, nr. 14), i direktiv 2004/39 skal et marked for finansielle instrumenter *meddeles en tilladelse som et regulert marked*, dels at *markedets funktion i overensstemmelse med de krav, der stilles i direktivets afsnit III*, er en væsentlig betingelse for *meddelelsen og opretholdelsen af denne tilladelse*. [Uthevet her]»¹⁰⁶

I tillegg henviste Domstolen for det første til at MiFID uttrykkelig omtaler den situasjon hvor operatøren av et regulert marked samtidig driver et annet handelssystem, uten at sistnevnte av den grunn blir et regulert marked.¹⁰⁷ Av fortalen til direktivet fremgår det at operatøren av et regulert marked også kan drive en multilateral handelsfasilitet.¹⁰⁸ En multilateral handelsfasilitet er ikke et regulert marked.

For det annet henviste Domstolen også til at dersom handelsfasiliteter som ikke oppfyller vilkårene i legaldefinisjonen av regulert marked skulle godkjennes som slike markedsplasser kun på bakgrunn av at markedsoperatøren driver et annet regulert marked, ville det kunne skade formålet bak MiFID.¹⁰⁹

Norske handelsfasiliteter, herunder Nordic ABM, kan etter dette ikke bli konsesjonspliktige som regulert marked kun på bakgrunn av at de deler handelssystem med Oslo Børs eller andre regulerte markeder. For at slik konsesjonsplikt skal foreligge, må handelsfasilitetene også oppfylle de øvrige vilkårene i definisjonen av «regulert marked», jf. børslo. § 3 supplert med MiFID.

Som vi ser av drøftelsen ovenfor, faller bilaterale systemer, OTC-handel og verdipapirforetakenes systematiske internalisering utenfor definisjonen av regulert marked etter vilkåret om at markedet må drive eller organisere et multilateralt system som kobler kjøps- og salgsinteresser innenfor systemet etter objektive regler. Det er heller ikke tilstrekkelig for å omfattes av definisjonen at en ikke-konsesjonspliktig handelsfasilitet deler samme handelssystem som et regulert marked, dersom handelsfasiliteten ikke oppfyller de øvrige vilkårene i definisjonen.

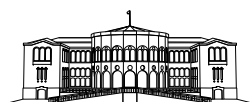
Vi har også sett at det ikke er noe vilkår etter loven at det enkelte regulerte marked selv driver sitt handelssystem, og at systemet ikke nødvendigvis må være teknisk, men også kan bestå av et regelsett. Dersom systemet er teknisk, vil det regulerte markedet ha en viss valgfrihet rundt den nærmere tekniske utførelsen av handler. Dette forutsetter at utgangspunktene om at systemet er åpent for flere parter, og at det regulerte marked er en risikofri tilrettelegger i transaksjonen mellom kjøper og selger, er oppfylt. Valgfriheten med hensyn til utformingen av det multilaterale system betyr også at definisjonen på dette punkt ikke oppstiller noen klar grense mellom regulert marked og øvrige handelsfasiliteter som også kobler sammen handelsinteresser innenfor et multilateralt system.

¹⁰⁶ Premiss 43.

¹⁰⁷ Premiss 46.

¹⁰⁸ Fortalens pkt. 56.

¹⁰⁹ Premiss 48.



4.2.2.2 Vilkår 2: Opptak til handel av finansielle instrumenter

Det andre vilkåret som må være oppfylt for at en handelsfasilitet skal regnes som et regulert marked etter loven, er at handelsfasiliteten beslutter opptak til handel av finansielle instrumenter på markedsplassen.

«Finansielle instrumenter» er legaldefinert i verdipapirhandeloven § 2-2 og omfatter omsettelige verdipapirer, verdipapirfondsandeler, pengemarkedsinstrumenter og derivater.¹¹⁰ At legaldefinisjonen av finansielle instrumenter i verdipapirhandeloven er et ledd i definisjonen av regulert marked, medfører at konsesjonsplikten vil avhenge av om virksomheten omsetter instrumenter som er listet opp i vphl. § 2-2. Tidligere var f.eks. virksomhet som bestod i å yte investeringstjenester knyttet til kraftderivater, ikke konsesjonspliktig etter hverken den gamle børsloven eller verdipapirhandeloven, fordi slike derivater ikke ble definert som finansielle instrumenter.¹¹¹ Dette illustrerer den gjensidige innvirkningen reguleringene på dette rettsområdet har på hverandre.

Definisjonens henvisning til at det er finansielle instrumenter som skal tas opp til handel, må ikke misforstås til å bety at den enkelte handelsfasilitet ikke kan begrense hvilke typer finansielle instrumenter den ønsker å ta opp.¹¹² Et regulert marked er ikke forpliktet til å ta opp finansielle instrumenter generelt og vil ikke havne utenfor definisjonen dersom det f.eks. velger å kun ta opp aksjer til handel.

Spørsmålet i det følgende er hva som menes med at handelsfasiliteten må beslutte «opptak til handel» av slike instrumenter.

I børsloven § 3 brukes også «notering» synonymt med «opptak til handel». Det er ingen realitetsforskjell mellom disse begrepene, og begge begreper kan brukes om hverandre. Departementet foreslo derfor bl.a. at «børsnotering» skulle erstattes med «opptak til handel på børs» i den nye børsloven.¹¹³ Hverken MiFID eller børsloven har noen nærmere definisjon av begrepet «opptak til handel». En slik definisjon finnes heller ikke i de utfyllende rettsaktene relatert til MiFID. I likhet med dette er begrepet heller ikke nærmere definert i forarbeidene til børsloven av 2007.

Utgangspunktet for hva «opptak til handel» nærmere består i, må etter dette knyttes til opptaksfunksjonen: at en utsteder søker om notering av det finansielle instrumentet, og at det er knyttet et nærmere sett vilkår for og forpliktelser til en slik notering på handelsfasiliteten. De finansielle instrumentene må uttrykkelig aksepteres av handelsfasiliteten for at de skal kunne omsettes der. Begrepet ble diskutert, men ikke nærmere presisert ved introduksjonen av en funksjonell konsesjonsplikt etter børsloven av 2000. I forarbeidene uttaler Børslovutvalget at:

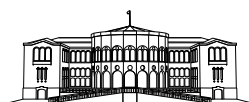
«Det er vanskelig å finne noen nærmere og helt presis definisjon av begrepet «opptak til offisiell notering. (...) Utvalget vil imidlertid anta at det i praksis vil være tilstrekkelig at loven angir at «opptak til offisiell notering» er del av virksomhetsdefinisjonen, og konsesjonsmyndigheten vil måtte fortolke dette i lys av den

¹¹⁰ Disse begrepene er nærmere definert i bestemmelsen.

¹¹¹ Ot.prp.nr.73 (1999-2000) s. 31.

¹¹² Dette var et tema da IMAREX søkte om utvidet konsesjon i 2009, jf. Finansdepartementets brev av 13.mars 2009 ref. 08/3671 FM IG.

¹¹³ Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 214.



beskrivelse av opptak til notering som børsloven med forskrifter gir og på basis av ovennevnte direktivkrav. [uthevet her]»¹¹⁴

I den engelske versjonen av MiFID omtales «opptak til handel» som «admission of financial instruments to trading»¹¹⁵. Dette er en annen språkbruk enn opptaksdirektivet¹¹⁶, hvor det tales om «official listing»¹¹⁷. De norske forarbeidene skiller mellom begrepene disse ulike direktivene anvender, men uten å gå nærmere inn på forskjellen.¹¹⁸ Forskjellen består trolig ikke i annet enn den rettslige reguleringen av selve opptaket. Dersom opptaket foretas av en børs, vil det kalles «official listing» og reguleres av opptaksdirektivet. «Admission of financial instruments to trading» på et regulert marked trenger ikke å følge disse reglene. En negativ avgrensning mot «official listing» bidrar likevel ikke til å klarlegge hva som nærmere ligger i begrepet «opptak til handel» («admission of financial instruments to trading»), annet enn at dette rettslig sett er forskjellig fra «official listing».

Kommisjonen foreslo at det skulle inntas en definisjon av «admission to trading» i MiFID II for å «add clarity to this concept», og for å hankses med «recent developments in the financial markets», som f.eks. det at «notably more instruments» opptas til handel på multilateral handelsfasilitet.¹¹⁹ Etter dette forslaget skal «opptak til handel» forstås som:

«Admission to trading would be defined as *the decision* by the operator of a *regulated market, MTF, or organised trading facility* (...) to allow a financial instrument to be traded on its systems. This would include a decision that allows any conditional trading to take place on its systems. [uthevet her]»¹²⁰

Kommisjonens forslag er ikke fulgt opp i den endelige versjonen av MiFID II og har derfor begrenset rettskildemessig vekt. Forslaget viser likevel at Kommisjonen anerkjenner at også andre handelsfasiliteter i tillegg til regulert marked driver med opptak til handel, og at dette opptaket til handel dermed ikke er funksjonelt annerledes enn opptaket regulert marked gjør.

Vi må etter dette falle tilbake på begrepets naturlige betydning og funksjon, nemlig at det stilles kvalitative krav til at et instrument kan handles på vedkommende handelsfasilitet. Opptak til handel vil innebære en avgjørelse av handelsfasiliteten til å ta opp de aktuelle finansielle instrumentene i tråd med disse kvalitative kravene. Dette underbygges av Schaumburg-Müller, som definerer «notering» som at et finansielt instrument har blitt gjort til «genstand for en sådan handel på fondsbørs, efter udstederen har ansøgt herom, er blevet godkent af den noterende fondsbørs og har accepteret at undergive sig en vis kontrol fra denne fondsbørs side».¹²¹ ¹²² Formålet med utøvelsen av en slik godkjennelsesfunksjon er å sikre at finansielle instrumenter kan handles på «redelig, velordnet og effektiv måte», jf. børsloven § 24.

¹¹⁴ NOU 1999: 3 s. 159.

¹¹⁵ MiFID art. 40. Den danske versjonen benytter samme begrep som norsk rett, «optagelse til handel».

¹¹⁶ Direktiv 2001/34/EF. I tilfelle motstrid mellom MiFID og opptaksdirektivet, skal sistnevnte gis forrang, jf. fortalen til MiFID pkt. 57.

¹¹⁷ Art. 2. I den danske versjonen av direktivet omtales dette som «officiel notering».

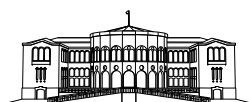
¹¹⁸ NOU 2006: 3 s. 138.

¹¹⁹ Kommisjonen (2010) s. 8.

¹²⁰ I.c.

¹²¹ Schaumburg-Müller (2003), jf. s. 82.

¹²² Schaumburg-Müllers formulering er snevrere enn begreps innhold etter MiFID, jf. «udstederen har ansøgt herom». Etter gjeldende rett kan et regulert marked også ta finansielle instrumenter opp til handel uten utstederens



Slike kvalitative krav til de finansielle instrumentene som handles på handelsfasiliteten, kan alle markedsplasser stille. Dette er ikke særegent for et regulert marked. Det fremkommer ikke av de relevante kildene at et slikt opptak til handel skal være funksjonelt annerledes på et regulert marked. En slik mangel på definisjon av opptak til handel, som er en sentral del av virksomhetsdefinisjonen av regulert marked, vitner om at det ikke er særegenhet i opptaket i seg selv som utgjør forskjellen mellom regulerte markeder og andre markedstyper. Forskjellen består i at det både stilles krav til slikt opptak i definisjonen, og at det finnes nærmere rettslige regler for slikt opptak på regulert marked.¹²³ Det er dermed de rettsvirkninger et slikt opptak på regulert marked utløser for utstedere og medlemmer av markedet, og ikke selve opptaket i seg selv, som er det sentrale.¹²⁴

En slik forståelse har også tidligere vært lagt til grunn i norsk rett. Dette gjaldt forholdet mellom konsesjonskategoriene «børs» og «autorisert markedsplass» etter den gamle børsloven av 2000, jf. børsloven § 1-3. Forskjellen mellom henholdsvis børs og autorisert markedsplass var at kriteriet om «opptak av finansielle instrumenter til børsnotering» ikke var gjort gjeldende for autorisert markedsplass. Til dette uttalte departementet at:

«Autorisert markedsplass vil som børs drive opptak av finansielle instrumenter til notering og handel, men vil ikke måtte oppfylle kravene i lovforslaget § 5-6 med forskrifter om opptak av finansielle instrumenter til børsnotering. Departementet foreslår ikke å lovfeste kriterier for opptak av finansielle instrumenter til notering og handel ved autorisert markedsplass, men etter lovforslaget § 6-4 tredje ledd skal markedsplassen selv fastsette regler og forretningsvilkår om blant annet opptak til notering og handel. Dette vil blant annet si at autoriserte markedsplasser kan velge å ha mindre omfattende opptakskriterier enn børs, slik at de kan ta opp til notering og handel finansielle instrumenter som ikke oppfyller opptakskriteriene for børs. [uthevet her]»¹²⁵

Opptak av finansielle instrumenter til handel har lenge vært anerkjent som kjernefunksjonen til regulerte markeder.¹²⁶ Siden denne kjernefunksjonen ikke funksjonelt skiller regulerte markeder fra andre handelssystemer, er det vesentlige at opptakskravet avgrenser mot handelssystemer hvor det ikke gjelder regler om opptak av finansielle instrumenter, eller hvor disse ikke er utformet i henhold til børslovens krav.¹²⁷ Dette vil bl.a. gjelde virksomhet som multilateral handelsfasilitet. Dersom en multilateral handelsfasilitet, eller en ikke-konsesjonspliktig markedsplass som f.eks. Nordic ABM, velger å utforme sine opptaksregler etter børslovens krav, vil de likevel oppfylle dette vilkåret.

Det neste spørsmålet er dermed hva kravene til opptaksreglene på et regulert marked nærmere består i.

Etter definisjonen i MiFID skal opptaksreglene på et regulert marked være ikke-diskresjonære. Det ble ved den norske implementeringen av direktivet lagt til grunn at en

samtykke (såkalt «unsponsored listing» eller «sekundærnotering»), dersom de allerede er opptatt til handel på et annet regulert marked, jf. børsloven § 24 sjette ledd.

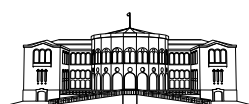
¹²³ Se vphl. kap. 5 (informasjonsplikter) og kap. 7 (prospektkrav).

¹²⁴ Dette gjelder med ett unntak: Såkalt førstegangsnøring kan kun foretas av et «regulert marked», jf. gjennomføringsdirektivet art. 6.

¹²⁵ Ot.prp.nr.73 (1999-2000) s. 44.

¹²⁶ Se bl.a. NOU 1999: 3 s. 159.

¹²⁷ Myklebust (2011) s. 260.



utsteder som tilfredsstillter søknadsvilkårene, skal ha rett til opptak.¹²⁸ Det var noe uklarhet under lovforarbeidet hvorvidt dette betyr at regulert marked må ha objektive regler om opptak.¹²⁹ Kravet må imidlertid forstås dit hen at et regulert marked ikke er forhindret fra å ha opptaksregler med skjønnsmessige vilkår. Dette fremgår av gjennomføringsforordningen:

«Et regulert marked tager ved *udøvelsen af sin skønmæssige kompetence* for at *afgøre*, om en aktie skal optages til handel eller ej, gennem *en vurdering af*, om aktien vil kunne handles på en redelig, velordnet og effektiv måde, hensyn til følgende (...).»¹³⁰

Det betyr at dersom et finansielt instrument først oppfyller vilkårene et regulert marked har satt for opptak til handel, så skal instrumentet tas opp til handel. Handelsfasiliteten kan ikke utøve et skjønn hvor det foretas en vurdering av hvorvidt instrumentet skal tas opp, til tross for at det oppfyller vilkårene.¹³¹ Dette fratår likevel ikke handelsfasiliteten muligheten til å operere med skjønnsmessige vilkår og dermed anvendelse av et skjønn i tolkningen og subsumsjonen under disse vilkårene.

Som vi ser av drøftelsen ovenfor, vil opptak til handel av finansielle instrumenter være funksjonelt det samme for handelsfasiliteter generelt, og særlig for multilaterale markedsplasser. Det skilles ikke funksjonelt mellom opptaksfunksjonen på et regulert marked og en multilateral handelsfasilitet. Forskjellen består hovedsakelig i to ting: for det første at lovgiver uttrykkelig stiller krav til opptaksreglene på regulert marked, og for det annet rettsvirkningene et opptak på regulert marked har for utstederne og investorene. Denne delen av definisjonen til regulert marked bidrar likevel til å trekke en grense mot handelsfasiliteter uten regler om opptak av finansielle instrumenter og handelsfasiliteter hvor slike regler inneholder en diskresjonær kompetanse eller ikke følger kravene etter børsloven. Verdipapirforetakenes systematiske internalisering vil etter dette falle utenfor definisjonen av regulert marked. Det samme vil multilateral handelsfasilitet eller andre markedsplasser kunne gjøre, dersom de ikke utformer sine regler i samsvar med børslovens krav.

4.2.2.3 Vilkår 3: Regelmessig omsetning av noterte instrumenter

Det tredje vilkåret som må være oppfylt for at en handelsfasilitet skal regnes som et regulert marked, er at handelsfasilitetens multilaterale system legger til rette for regelmessig omsetning av de finansielle instrumentene som er opptatt til handel på markedet.

Omsetningen av de noterte finansielle instrumentene skal fungere regelmessig. Det fastsettes dermed en nedre grense for leilighetsvis markedsplassvirksomhet.¹³² Dette betyr bl.a. at enkeltauksjoner vil falle utenfor definisjonen. Også helt sporadiske budrunder faller utenfor.¹³³ Samtidig må man åpenbart godta at et regulert marked innimellom har nedetid grunnet tekniske problemer.¹³⁴

¹²⁸ NOU 2006: 3 s. 119.

¹²⁹ Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 190.

¹³⁰ Forordningen art. 35 pkt. 4.

¹³¹ Valiante (2012) s. 2.

¹³² NOU 2006: 3 s. 116.

¹³³ NOU 1999: 3 s. 223. Den tilsvarende definisjonen i ISD art. 1 nr. 13 inneholdt også et krav om regelmessig omsetning.

¹³⁴ For eksempel var Oslo Børs nede med tekniske problemer både 13. januar og 16. april i år.



Vilkåret må ses i sammenheng med at det tidligere var et krav etter børsloven at finansielle instrumenter som skulle tas opp til notering, måtte forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning.¹³⁵ I dag fremgår dette kravet av børsforskriften § 4 første ledd.

Vilkåret om regelmessig omsetning bidrar til å fastlegge grensen ned mot sporadisk markedsplassvirksomhet, men er i praksis lite egnet til å trekke opp grensen mellom regulert marked og andre multilaterale handelssystemer, eller bilaterale systemer som omsetter forholdsvis likvide verdipapirer. Særlig gjelder dette i forhold til multilateral handelsfasilitet.

4.2.2.4 Sammenfatning

De tre kumulative vilkårene som er redegjort for ovenfor, gir gode holdepunkter for å skille mellom regulert marked og mindre organiserte former for handel med finansielle instrumenter. Vi kan på bakgrunn av definisjonen bl.a. trekke en grense mot OTC-handel, rene informasjonssystemer, bilaterale systemer og verdipapirforetakenes systematiske internalisering.

Vilkårene angir også forholdsvis klart hvilke handelssystemer som faller innenfor definisjonen og må regnes som regulert marked. I Norge har vi to viktige regulerte markeder. Vi har Fish Pool ASA med konsesjon som regulert marked for varederivater med fisk og/eller sjømat som underliggende vare. I tillegg har vi et regulert marked for aksjer, kalt Oslo Axess, som åpner for opptak av selskaper som ikke fullt ut kvalifiserer til børsnotering¹³⁶. Oslo Axess opererer med noe lempeligere noteringsvilkår enn Oslo Børs¹³⁷ og fyller tomrommet som tidligere eksisterte mellom OTC-markedet og børsen.

Definisjonen kommer dog til kort når det skal trekkes en grense ned mot forholdsvis organiserte handelssystemer for finansielle instrumenter, og hvor handelen skjer etter liknende mekanismer som på de regulerte markedene. Rent faktisk vil også en multilateral handelsfasilitet kunne tilfredsstille de kumulative vilkårene i definisjonen av regulert marked, jf. børsloven § 3. Mot disse handelsfasilitetene trekkes grensen i stor grad gjennom de rettslige kravene som stilles til regulerte markeder. Selv om handelsmekanismene på regulerte markeder vil likne på dem som benyttes ved handelen på andre organiserte handelssystemer, vil de rettslige kravene disse mekanismene må oppfylle, være høyere. Regler om bl.a. markedsmissbruk, løpende og periodisk rapportering samt prospekt- og tilbudsplikt gjelder ikke for omsetning på andre organiserte handelssystemer enn regulert marked. Det følger av definisjonens siste del at regulert markeds virksomhet må være i «samsvar med lov, forskrift og objektive handelsregler fastsatt av markedet selv», jf. børsloven § 3. I MiFID art. 4 nr. 1 pkt. 14 heter det at det regulerte marked skal fungere «etter forskrifterne samt bestemmelserne» i direktivets del III.

Det kan på bakgrunn av dette settes spørsmålsteget ved hvor funksjonell konsesjonsplikten egentlig er. Grensen mellom regulert marked og andre former for organisert handel med finansielle instrumenter er flytende, og etter de foreliggende kildene er det vanskelig å trekke opp en klarere grense på et generelt plan. Slike grenser må trekkes opp av konsesjonsmyndigheten i den enkelte sak. Den nærmere gresedragningen er her overlatt til konsesjonsmyndighetens rettsanvendelsesskjønn. Problemstillingen er særlig relevant for

¹³⁵ NOU 1999: 3 s. 108.

¹³⁶ Incentiver for børsnotering, se Norli (2007).

¹³⁷ Myklebust (2011) s. 254.



forholdet mellom regulert marked og multilateral handelsfasilitet og behandles nærmere under kapittel 5.2.1.

4.2.3 Særlig om konsesjon som børser

Nå har jeg redegjort for hva slags virksomhet som utløser konsesjonsplikt etter børsloven. Spørsmålet i det følgende er hva som skal til for å innvilges konsesjon som børser, og hva som skiller denne virksomheten fra den andre konsesjonskategorien, regulert marked.

Børser er en form for regulerte markeder med «særskilt tillatelse» etter børsloven § 33, jf. børsloven § 3. Foretak som ikke har slik særskilt tillatelse, kan ikke benytte betegnelsen børser i eller i tillegg til sitt navn, eller ved omtale av sin virksomhet, dersom bruken er «egnet til å gi inntrykk» av at foretaket har tillatelse etter børsloven, jf. børsloven § 33.

En børser er altså et regulert marked med egen særskilt konsesjon. En børser vil alltid være et regulert marked, men et regulert marked vil ikke alltid være en børser. Virksomheten er den samme for regulerte markeder som for børser, og reglene som gjelder for regulerte markeder, gjelder også for børser. Børser kjennetegnes dog ved at de er underlagt en noe strengere regulering enn regulerte markeder.¹³⁸ Etter norsk lovgivning er børser underlagt visse tilleggskrav, jf. børsloven kap. 6. Disse tilleggskravene må oppfylles for å få konsesjon som børser. Tradisjonelt har børsene også, til forskjell fra de moderne regulerte markeder, utøvet en viss offentlig kompetanse.¹³⁹ Til forskjell fra dagens rettsstilling, hvor børsene er regulerte markeder og dermed underlagt selskapsrettslig regulering, var ikke Oslo Børs en slik privat institusjon tidligere.¹⁴⁰

Etter MiFID skilles det ikke mellom børser og andre regulerte markeder, slik den norske børsloven gjør. Begge betraktes som regulerte markeder, og det er følgelig ingen forskjeller i reguleringen av dem etter MiFID. Derimot gjelder tilleggsreguleringene om opptak av finansielle instrumenter i opptaksdirektivet for børser.

Under arbeidet med implementeringen av MiFID i norsk rett var det en diskusjon hvorvidt man skulle opprettholde sondringen mellom regulerte markeder (autoriserte markeder) og børser.¹⁴¹ Da forarbeidene til loven ble utferdiget, fantes det tre regulerte markeder i Norge: IMAREX, Oslo Børs og Nord Pool.¹⁴² De to sistnevnte hadde konsesjon som børser. Nord Pool omsatte derivater og ble således ikke omfattet av opptaksdirektivet. Oslo Børs, som er en verdipapirbørs («official stock exchange» i direktivet)¹⁴³, ble derimot omfattet av opptaksdirektivet. Det historiske skillet mellom børser og regulerte markeder ble foreslått

¹³⁸ Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 190.

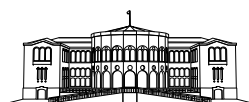
¹³⁹ For mer om Oslo Børs' utøvelse av offentlig myndighet, se Sivilombudsmannens årsmelding av 1988, s. 76, Sak 54E/86. Det har vært en generell tendens i Europa at slik offentligrettslig kompetanse flyttes bort fra børsene og til de nasjonale tilsynsorganene som følge av privatiseringen børsene har gjennomgått. Denne utviklingen har også skjedd i Norge.

¹⁴⁰ Oslo Børs' rettslige karakteristik var tidligere et tema for stor diskusjon, se Ryssdal (1985). Omdannelsen av Oslo Børs til et allmennaksjeselskap bød også på visse rettslige problemstillinger, bl.a. hvorvidt det ville være i strid med Grunnloven § 105 å lovfeste en bestemt ordning hvor Oslo Børs' formue (sammen med forpliktelsene) overføres til et nydannet allmennaksjeselskap med Oslo Børs som eier av samtlige utstedte aksjer. Det henvises til Lovavdelingens uttalelse av 7. april 2000 for den nærmere diskusjonen av dette.

¹⁴¹ Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 184.

¹⁴² NOU 2006: 3 s. 119.

¹⁴³ «Official stock exchange» ble oversatt som «fondsbørs» i NOU 1999: 3.



oppretholdt for å tydeliggjøre de høyere rettslige kravene til børser. I realiteten ser vi at de høyere kravene kun ble stilt til Oslo Børs.¹⁴⁴

Eierbegrensningsreglene for børser er et perspektiv som hører med til diskusjonen om opprettholdelse av børskategorien. Erverv av «betydelig eierandel»¹⁴⁵ i regulert marked kan kun nektes av Finanstilsynet dersom visse vilkår er oppfylt, jf. børs. § 17. I motsetning til erverv av betydelige eierandeler i regulert marked er den en absolutt eierbegrensning ved erverv av aksjer i en børs. Ingen kan som utgangspunkt eie aksjer som representerer mer enn 20 pst. av aksjekapitalen eller stemmene i en børs, jf. børs. § 35. Eierbegrensningsreglene for børser er altså mer proteksjonistiske enn tilsvarende regler for regulerte markeder. Under lovforarbeidet anbefalte Finansdepartementet en nærmere gjennomgang av hensiktsmessigheten av eierbegrensningsreglene.¹⁴⁶ Problemstillingen rundt eierbegrensningen av børser ble særlig satt på spissen da OMX AB ønsket å kjøpe samtlige aksjer i den norske børsen Nord Pool ASA. Dette gav Finansdepartementet tillatelse til.¹⁴⁷

Allerede før lovforarbeidet hadde ESA reist spørsmål ved de norske eierbegrensningsreglene for børser gjennom en grunnlagt uttalelse 1. juni 2004.¹⁴⁸ EFTA-domstolen har, etter at ESA klaget Norge inn for domstolen, kommet til at de norske eierbegrensningsreglene for børser er i strid med EØS-avtalen art. 31 og art 40.¹⁴⁹ Norge må som følge av dette gjøre endringer i eierbegrensningsreglene, se Prop. 87 L (2013-2014) kapittel 2. Etter endringer i disse reglene vil den norske børskategorien bli enda likere regulerte markeder.

På det norske markedet i dag finnes det to handelssystemer som oppfyller merkravene som børs, og som har konsesjon som sådan: NASDAQ OMX Oslo ASA¹⁵⁰, som er en børs for kraftderivater, og Oslo Børs ASA. NASDAQ OMX Oslo ASA har konsesjon som børs for omsetning av råvarederivater med elektrisk kraft som underliggende samt derivater med CO₂-kvoter og grønne sertifikater som underliggende. Til forskjell fra NASDAQ OMX er det flere ulike typer finansielle instrumenter som handles på Oslo Børs. På Oslo Børs handles det med aksjer, obligasjoner og en rekke derivater, bl.a. opsjoner, forwards og futures med OBX-indeksen og forskjellige enkeltaksjer som underliggende.¹⁵¹ Oslo Børs noterer også warranter og ETN og andeler i børshandlede fond, kalt ETF. Børsen har i tillegg konsesjon til å drive multilateral handelsfasilitet.

Det kan etter dette konkluderes med at forskjellene mellom konsesjonskategorien regulert marked og den særnorske børskategorien ikke er særlig store, annet enn at det stilles strengere rettslige krav til børsene, og at de nyter en mer proteksjonistisk beskyttelse av eierposisjonene i virksomheten. Børsvirksomheten er prinsipielt den samme som virksomheten til andre regulerte markeder, jf. børs. § 3.

¹⁴⁴ Eierbegrensningsregler mv. kom dog også til anvendelse på Nord Pool.

¹⁴⁵ Med «betydelig eierandel» menes «direkte eller indirekte eierandel» som representerer minst 10 pst. av aksjekapitalen eller stemmene, eller som på annen måte gjør det mulig å utøve betydelig innflytelse over forvaltningen av selskapet, jf. børs. § 17 annet ledd. I tillegg til aksjeeierens egne aksjer regnes aksjer som eies eller overtas av aksjeeierens «nærstående», jf. børs. § 18 og vphl. § 2-5.

¹⁴⁶ Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 201.

¹⁴⁷ Finansdepartementets brev av 12. mai 2010, ref. 09/5622 PCB.

¹⁴⁸ Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 201.

¹⁴⁹ Sak E-9/11.

¹⁵⁰ Tidligere Nord Pool ASA. Dette bør ikke forveksles med Nord Pool Spot AS, som driver markeds plass for spothandel av elektrisk kraft med konsesjon fra NVE, jf. Myklebust (2011) s. 254. Kontraktene som handles hos Nord Pool Spot AS, danner imidlertid underliggende referanse for flere av de finansielle derivatene som handles på børsen NASDAQ OMX Oslo ASA. Nord Pool ASA fikk i mars 2002 konsesjon til å drive børsvirksomhet for varederivater med elektrisk kraft som underliggende.

¹⁵¹ Myklebust (2011) s. 254.



5 KONSESJON ETTER VERDIPAPIRHANDELLOVENS REGLER

5.1 Innledning

Både i Norge og i EØS-området har finansielle instrumenter i en årrekke vært omsatt både på og utenfor regulerte markeder, herunder på ulike multilaterale handelssystemer. Slike handelssystemer har ikke historisk sett vært gjenstand for regulering, hverken i Norge eller i EØS-området. Handelen her har funnet sted i regi av og innenfor rammeverket for verdipapirforetakene. Disse systemene, kalt «alternative trading systems», vokste frem i USA på 1990-tallet, bl.a. fordi børsene var sene til å benytte den teknologiske utviklingen til å utvikle fleksible og effektive handelsløsninger. I denne perioden endret flere land, deriblant Norge, børslovgivningen i retning av privatisering og økt adgang til konkurranse mellom regulerte markeder.¹⁵² Senere har EUs regulering ført til ytterligere endringer og større grad av harmonisering, ikke minst gjennom MiFID.

Fremveksten av slike uregulerte handelssystemer gjorde at noe av likviditeten ble flyttet fra de regulerte markedene og til disse uregulerte markedsplassene. For at tilliten til finansmarkedene og effektiviteten til handelssystemene skal opprettholdes, er det viktig med et visst minimumsnivå av rettslig regulering. EU stod her overfor to valg: Man kunne enten forsøke å få slutt på slike alternative handelsmuligheter, eller erkjenne deres fremvekst og regulere dem. Gjennom MiFID valgte EU sistnevnte alternativ:

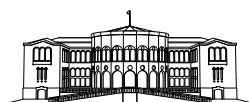
«Det er nødvendig å anerkende, at der er opstået en ny generation af organiserede handelssystemer ved siden af de regulerede markeder, som bør underlægges forpligtelser, som kan medvirke til at bevare effektive og velfungerende finansielle markeder.»¹⁵³

Foretak som driver virksomhet som multilateral handelsfasilitet, må ha konsesjon etter verdipapirhandelloven. Dette er systemer for handel som ikke har konsesjon som børs eller regulert marked, og som ofte drives av andre typer aktører – f.eks. verdipapirforetak.¹⁵⁴ I likhet med børslovens konsesjonssystem er også verdipapirhandellovens konsesjonssystem utformet i to trinn: Først vurderes det om konsesjonsplikten utløses og deretter hvorvidt konsesjon skal innvilges. Disse to trinnene behandles i det følgende under henholdsvis kapittel 5.2 og 5.3. Multilateral handelsfasilitet er et nytt begrep både i norsk rett og i fellesskapsretten, og det vil derfor redegjøres for denne kategoriens forhold til konsesjonssystemet forøvrig. Et særlig spørsmål under denne redegjørelsen vil være multilateral handelsfasilitets forhold til konsesjonskategorien regulert marked. Videre vil konsesjonsmyndighetens skjønnsutøvelse i henhold til begge disse trinnene i konsesjonssystemet kommenteres kort i kapittel 5.4. For å unngå dobbeltbehandling vil kun forskjellene fra skjønnsutøvelsen under børsloven behandles i dette kapitlet.

¹⁵² Myklebust s. 253.

¹⁵³ MiFIDs fortale, pkt. 5.

¹⁵⁴ Myklebust s. 253.



5.2 Grensen for konsesjonspliktens inntreden - drift av multilateral handelsfasilitet

Drift av multilateral handelsfasilitet er en «investeringstjeneste» som bare kan drives av verdipapirforetak eller regulert marked, og som trenger konsesjon, jf. vphl. § 9-1, jf. 2-1 første ledd nr. 7 og MiFID art. 5 nr. 1. Regulert marked trenger ikke tilleggskonsesjon som verdipapirforetak for å drive multilateral handelsfasilitet, jf. vphl. § 9-5 og MiFID art. 5 nr. 2.¹⁵⁵

Konsesjonsplikten for multilaterale handelsfasiliteter er, i likhet med konsesjonsplikten for regulerte markeder, *funksjonell*. Det vil si at det er *virksomhet* som multilateral handelsfasilitet som er konsesjonspliktig. Tema for dette kapitlet er hva denne virksomheten nærmere består i, og hva som skiller den fra virksomhet som regulert marked.

Med «multilateral handelsfasilitet» menes etter vphl. § 2-3 fjerde ledd:

«Et multilateralt system der det legges til rette for omsetning av finansielle instrumenter som definert i [verdipapirhandelloven] § 2-2 i samsvar med objektive regler¹⁵⁶ og kravene fastsatt i [verdipapirhandelloven] med forskrifter. [uthevet her]»

Etter ordlyden har definisjonen av «multilaterale handelsfasiliteter» mange likhetstrekk med definisjonen av «regulerte markeder» i børsl. § 3. MiFID legger også opp til at begge definisjonene skal være «nøye afstemte», slik at de «afspejler at begreberne repræsenterer den samme funktion (organiseret handel).», jf. fortalens punkt 6. Begge definisjonene avgrenses mot bilaterale ordninger for matching av ordre mv., jf. samme punkt. I MiFID defineres multilaterale handelsfasiliteter som:

«Et multilateralt system drevet af et investeringsselskab eller en markedsoperatør, der - inden for systemet og efter ufravigelige regler - sætter forskellige tredjeparters interesse i køb og salg af finansielle instrumenter i forbindelse med hinanden på en sådan måde, at der indgås en aftale efter bestemmelserne i [direktivets] afsnit II. [uthevet her]»¹⁵⁷

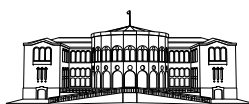
Som vi ser, gjenfinnes de fleste elementene i definisjonen av multilateral handelsfasilitet i definisjonen av regulert marked. For en nærmere tolkning av disse felles vilkårene som er benyttet i definisjonene av regulert marked og multilateral handelsfasilitet, henvises det derfor til redegjørelsen ovenfor, i kapittel 4.2.2. Tolkningen av begrepene er lik i begge definisjonene, jf. det som er sagt ovenfor med henvisning til fortalens punkt 6.

Rent prinsipielt er den virksomhet som består i å drive en multilateral handelsfasilitet, den samme virksomhet som de regulerte markedene (herunder børsene) driver: Man organiserer

¹⁵⁵ Dette er også uttrykkelig spesifisert av Kommisjonen, jf. Kommisjonen, «Your questions on MiFID», spørsmål 277 ref. 109.2.

¹⁵⁶ I likhet med definisjonen av «regulert marked» var oversettelsen av «non-discretionary rules» omdiskutert også for definisjonen av MHF, jf. Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 235. I likhet med børsl. foreslo departementet at «objektive regler» var mer dekkende i forhold til direktivets ordlyd og viste til den foreslåtte definisjonen til regulerte markeder.

¹⁵⁷ MiFID art. 4 nr. 1 pkt. 15.



et handelssystem der flere deltakere (multilateralt) kan handle i de instrumenter som er tatt opp i systemene, etter objektive regler, jf. begge definisjonene.¹⁵⁸

Definisjonene av «regulert marked» og «multilateral handelsfasilitet» i norsk rett er likevel utformet med tanke på å være gjensidig utelukkende, jf. NOU 2006: 3 s. 154. Et regulert marked skal etter MiFID-definisjonen ha opptaksregler og fungere regelmessig. Dette er ikke nevnt i definisjonen for MHF¹⁵⁹. Dette betyr dog ikke at MHF-er er avskåret fra å ha opptaksregler eller fungere regelmessig.^{160 161}

At vilkåret om at markedsplassen skal fungere regelmessig ikke er tatt med i definisjonen av MHF-er, er ikke særlig praktisk viktig. Det er i dag vanskelig å se for seg en multilateral handelsfasilitet som ikke driver med regelmessig omsetning av noterte instrumenter. Manglende regelmessighet går utover likviditeten og prisformasjonen på markedet. Det er lite hensiktsmessig å drive en markedsplass på denne måten, særlig sett opp mot de forholdsvis store kostnader det innebærer å drive en handelsfasilitet.

Under lovforarbeidet hadde Finanstilsynet, i tråd med dette, innvendinger mot en tolkning av definisjonen som innebærer at det ikke gjelder et krav om at en MHF må fungere regelmessig.¹⁶² Tilsynet henviste til de øvrige kravene som gjelder for verdipapirforetak, samt ulike hensyn som forutsetter en viss regelmessighet for MHF. Innvendingen er ikke nærmere kommentert av departementet og kan vanskelig hjemles i MiFID. Likevel understreker den poenget om at de aller fleste MHF-er vil fungere regelmessig, og at en utelatelse av vilkåret i MHF-definisjonen ikke har særlig praktisk betydning.

At vilkår om opptaksregler på en multilateral handelsfasilitet er utelatt, er viktig i den forstand at det medfører en viss valgfrihet for MHF med tanke på opptaksreglenes utforming. Det må antas at en MHF må kunne organisere og stille krav til de finansielle instrumentene som skal omsettes på fasiliteten.¹⁶³ MHF-er må derfor kunne utarbeide lister mv. over de finansielle instrumentene som er gjenstand for omsetning på fasiliteten. I tillegg må det kunne stilles vilkår for å kunne bli omsatt på en MHF, f.eks. i form av krav om instrumentenes frie omsettelighet og utstederforetakets omsetning eller verdi. Det er derfor på det rene at MHF-er også vil drive med opptak til handel av finansielle instrumenter på funksjonelt samme måte som regulert marked. Forskjellen består i hvilke rettslige krav som stilles til dette opptaket.

Dette bringer oss til hovedforskjellen mellom regulert marked og multilateral handelsfasilitet: den rettslige reguleringen.¹⁶⁴ De to handelssystemene er underlagt ulik direktivregulering; Regulerede markeder er regulert i direktivets del III, mens MHF-er er regulert i del II. I tillegg kommer nivået av de rettslige kravene som stilles til handelssystemene, samt at visse direktiver kun gjelder finansielle instrumenter opptatt til handel på regulert marked. Som et resultat av dette vil en MHF og et regulert marked operere under ulike konsesjonsmessige regimer, og det er knyttet ulike rettsvirkninger ved ihendehavelse av de ulike konsesjonene.¹⁶⁵

¹⁵⁸ Se i samme retning Bergo (2008) s. 75.

¹⁵⁹ Den engelske versjonen av MiFID benytter forkortelsen «MTF» om multilaterale handelsfasiliteter. I dette notatet benyttes forkortelsen «MHF», i likhet med annen juridisk litteratur og de norske forarbeidene, jf. bl.a. NOU 2006: 3 s. 153.

¹⁶⁰ NOU 2006: 3 s. 155.

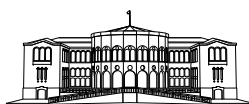
¹⁶¹ Direktivets bestemmelser i del II stiller ikke opp noen rettslige skranker for dette.

¹⁶² Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 186.

¹⁶³ Det er forutsatt i MiFID art. 14 nr. 2 at det skal finnes regler om hvilke finansielle instrumenter som kan handles på en MHF.

¹⁶⁴ Se i denne retning Andersen (2011a) s. 122 og Mydske (2008) s. 164.

¹⁶⁵ Dette gjelder for markedsplassen selv, men også for utstedere og medlemmer av markedsplassen.



Konsesjonssystemet er også lagt opp slik at både verdipapirforetak og regulerte markeder kan drive en MHF, mens kun markedsoperatører kan drive et regulert marked.

Den ulike reguleringen reiser spørsmål om det følger noen særskilte virksomhetsmessige begrensninger for multilateral handelsfasilitet etter MiFID, eller om disse i realiteten kan bedrive den samme virksomheten som et regulert marked. Etter MiFID art. 36 nr. 1 skal medlemsstatene stille vilkår om konsesjon for virksomhet som regulert marked, og slik konsesjon skal bare gis der tilsynsmyndigheten er «overbevist om at både markedsoperatøren og det regulerte markeds systemer minst oppfyller kravene» i direktivets del III.

Denne ordlyden kan tolkes på to måter. Det første alternativet er at virksomhet som regulert marked krever konsesjon som sådan. Det vil si at all virksomhet som faller innenfor definisjonen, skal ha konsesjon som regulert marked, selv om slik virksomhet allerede har konsesjon som MHF. Det andre alternativet er at konsesjonsmyndighetens «godkjentstempel» som regulert marked etter art. 36 nr. 1 bare skal gis til visse foretak som oppfyller definisjonen av regulert marked, men at en MHF ikke er avskåret fra å drive samme virksomhet. Verdipapirmarkedslovutvalget mente at gode grunner taler for sistnevnte tolkning, sett i lys av manglende eksplisitt regulering i direktivets del II og III samt uttalelsene i fortalens punkt 6.¹⁶⁶

Selv om en umiddelbar forståelse av bestemmelsens ordlyd taler for den tolkningen Verdipapirmarkedslovutvalget har lagt til grunn, er ikke en slik tolkning helt uproblematisk. Tolkningen virker heller ikke å være helt i samsvar med utvalgets uttalelser andre steder i dets utredning. Blant annet har utvalget tolket art. 36 nr. 1, jf. art. 4. nr. 1 pkt. 14¹⁶⁷, dit hen at bestemmelsen krever virksomhet som regulert marked underlagt konsesjon som sådan.¹⁶⁸ Dette innebærer en funksjonell konsesjonsplikt for foretak som driver virksomhet som regulert marked, og her legger utvalget følgelig det første tolkningsalternativet til grunn. På den annen side hevder utvalget samtidig at dette ikke innebærer et forbud for MHF-er til å drive samme virksomhet som regulert marked.¹⁶⁹ Det vil si at konsesjonsplikten som utgangspunkt oppstiller et funksjonelt virksomhetsmessig skille ned mot annen markeds plassvirksomhet, men som ikke kan sies å være funksjonelt i alle henseende. Den som driver en MHF, vil ikke automatisk pålegges konsesjonsplikt som regulert marked selv om handelsfasiliteten driver slik virksomhet. Overfor MHF fremtrer konsesjon som regulert marked snarere som et valgalternativ enn en reell konsesjonsplikt. Departementet hadde ingen merknader til en slik forståelse av direktivet.¹⁷⁰

Etter direktivet må dette sies å være den mest nærliggende konklusjonen. Tross ulik regulering av regulert marked og multilateral handelsfasilitet, skiller ikke direktivet funksjonelt mellom disse kategoriene.¹⁷¹ Det er også på bakgrunn av de rettslige definisjonene av regulert marked og multilateral handelsfasilitet vanskelig å se at det i MiFID oppstilles noe funksjonsmessig skille mellom kategoriene. Fortalen understreker dette forholdet ettersom MHF og regulerte markeder «repræsenterer den samme funksjon (organisert handel)», jf. pkt. 6. Det synes etter dette å være åpent for at en MHF og et regulert marked kan drive den

¹⁶⁶ NOU 2006: 3 s. 155.

¹⁶⁷ Både i utredningen og i proposisjonen henvises det til direktivets art. 4 nr. 1 pkt. 16. Dette må være en feil, og meningen må være å henvise til bestemmelsens pkt. 14.

¹⁶⁸ NOU 2006: 3 s. 120.

¹⁶⁹ I.c.

¹⁷⁰ Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 190.

¹⁷¹ At den rettslige reguleringen er den vesentlige forskjellen mellom to markeds plasskategorier, har også vært tilfellet i skandinavisk rett før det ble gitt felles EU-regler på området, jf. f.eks. de svenske reglene om «börs» og «auktoriserad marknadsplats» på 1990-tallet, jf. Afrell (1998) s. 125.



samme virksomheten.¹⁷² Også erfaringene etter innføringen av MiFID i de øvrige europeiske land bekrefter dette, og de multilaterale handelsfasilitetene som har vokst frem, fremtrer i stor grad som reelle konkurrenter til de regulerte markedene.

Selv om norsk lovgivers forutsetning om at kategoriene skal være gjensidig utelukkende kan virke selvmotsigende på bakgrunn av dette, er det ikke nytt i skandinavisk rett at en ny og strengere konsesjonsplikt ikke pålegges foretak som har en «mildere» form for konsesjon. Blant annet hadde heller ikke den gamle svenske børser- og clearingloven¹⁷³ etablert en funksjonell konsesjonsplikt for virksomhet som børser eller regulert markedsplass overfor enhver markedsakttør. Det ble forutsatt i forarbeidene at all «verksamhet av börskaraktär» vil regnes som konsesjonspliktig virksomhet etter den svenske verdipapirhandelloven og således ikke kunne drives uten konsesjon.¹⁷⁴ Det var derimot frivillig om et foretak ville drive virksomheten med konsesjon som børser, regulert markedsplass eller verdipapirforetak.¹⁷⁵

Bakgrunnen for dette var at virksomhet av börskaraktär, som nevnt, uansett ville være konsesjonspliktig som verdipapirforetak, og man antok at det ville kunne stimulere til nyetableringer og økt konkurranse hvis ikke kompliserte definisjons- og grensdragninger ble satt i forgrunnen.¹⁷⁶

Dette er hensyn som også vil gjøre seg gjeldende i forholdet mellom regulert marked og multilateral handelsfasilitet. Dersom aktører som ønsker å utfordre regulerte markeder og børser, ikke hindres av et komplekst system med vanskelige grensdragninger og dermed en potensiell risiko for strengere regulering, kan dette være et incentiv for etablering av flere handelsfasiliteter. Slik etablering bidrar til å oppfylle MiFIDs formål om økt konkurranse på markedet for markedsplasser. Offentlig kontroll og tilsyn vil være ivaretatt gjennom konsesjon som MHF, som pålegger disse aktørene en viss minimumsregulering.

Skillet mellom regulert marked og multilateral handelsfasilitet er på bakgrunn av dette ikke funksjonelt, men rent regulatorisk.¹⁷⁷ Den eneste fortolkningen som da bidrar til å fastlegge innholdet av multilateral handelsfasilitet, er en presisering av hva den *ikke* (rettslig sett) er, nemlig et regulert marked.¹⁷⁸ Nyansene i den rettslige definisjonen av disse handelsfasilitetene medfører likevel at grensen for konsesjonsplikten vil være lavere ved drift av en MHF enn ved drift av et regulert marked. Eksempelvis vil en handelsfasilitet som ikke fungerer regelmessig eller ikke følger de lovfastsatte kravene til opptak av finansielle instrumenter, kunne få konsesjon som multilateral handelsfasilitet, men ikke som regulert marked. Også kretsen for hvilke aktører som kan søke om konsesjon for å drive en MHF, er større enn for regulerte markeder. Verdipapirforetak kan drive en MHF som en investeringstjeneste etter verdipapirhandelloven, men kan ikke drive et regulert marked på denne måten. Slik vil MHF-definisjonen ha en større rekkevidde og omfatte flere aktører enn det definisjonen av regulerte markeder vil.

Noen praktiske eksempler på aktører som faller innenfor definisjonen av multilateral handelsfasilitet, er Burgundy og Oslo Connect, som begge er multilaterale handelsfasiliteter drevet av Oslo Børs. På Burgundy omsettes de fleste former for finansielle instrumenter, med

¹⁷² NOU 2006: 3 s. 155.

¹⁷³ Lag om börser- och clearingverksamhet (1992:543).

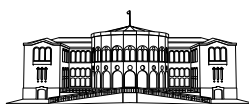
¹⁷⁴ Prop. 1991/92:113 s. 67-70.

¹⁷⁵ Dersom et foretak ønsket å drive virksomhet under betegnelsen børser eller autorisert markedsplass, måtte det imidlertid innhente særskilt konsesjon og oppfylle lovens krav for disse former.

¹⁷⁶ Prop. 1991/92:113 s. 69.

¹⁷⁷ Dette skaper den såkalte «gratispassasjer»-problematikk, hvor MHF kan omsette finansielle instrumenter som et regulert marked har brukt mye ressurser på å kvalitetssikre og godkjenne, grunnet disse høyere rettslige kravene.

¹⁷⁸ Se i denne retning Lau Hansen (1999) s. 224.



unntak av derivater. På Oslo Connect omsettes det derimot kun derivater. I tillegg har vi International Maritime Exchange ASA (IMAREX), som tidligere hadde norsk konsesjon som regulert marked for derivater med maritime fraktkontrakter som underliggende. Etter at virksomheten i IMAREX ble overdratt til Spectron Energy Services, ytes tjenesten nå som multilateral handelsfasilitet under engelsk regulering i en norsk filial.¹⁷⁹

Disse handelsfasilitetene faller ikke utenfor definisjonen av regulert marked og innenfor definisjonen av multilateral handelsfasilitet fordi de ikke fungerer regelmessig eller ikke har opptaksregler. Det er mer et spørsmål om hvilke rettslige krav virksomheten følger. Særlig IMAREX illustrerer dette poenget godt: Den samme virksomheten som tidligere ble drevet som regulert marked, drives nå som multilateral handelsfasilitet. Det er ikke markedsplassens karakter som har endret seg, men hvilke rettslige krav den følger.¹⁸⁰

At grensen for konsesjonsplikten inntreden er lavere for multilaterale handelsfasiliteter enn for regulerte markeder, gjenspeiler EUs formål med å innføre en slik kategori av handelsfasiliteter – nemlig at den skulle gjøre andre multilaterale handelssystemer enn de tradisjonelle børsene konsesjonspliktige. Kommisjonen anerkjente at MHF-er «possess many of the exchange-kind features» og således reiser noen av de samme «regulatory issues as regulated markets».¹⁸¹ I Kommisjonens forslag til endring i investeringsdirektivet er det likevel klart at vi, tross likheten med regulerte markeder, rettslig sett står overfor en ny kategori av handelsfasiliteter som omfatter nye markedsformer – og hvor konsesjonsplikten nødvendigvis lettere utløses.¹⁸²

Som vi ser av drøftelsen ovenfor, gir definisjonen av multilateral handelsfasilitet, i likhet med definisjonen av regulert marked, gode holdepunkter for å trekke grensen mot blant annet OTC-handel, bilaterale handelsfasiliteter og systematisk internalisering. Det går en klar grense mot systemer hvor operatøren spiller en «active or discretionary role» ved «pre-selecting, recommending or otherwise bringing together of trading interests».¹⁸³

Derimot er grensen oppad mot regulerte markeder i større grad flytende, og det finnes heller ingen skarp grense mot andre organiserte handelssystemer som faller utenfor en umiddelbar språklig forståelse av ordlyden. Også den nærmere gresedragningen her vil være opp til konsesjonsmyndighetens rettsanvendelsesskjønn og avhenge av forholdene i den enkelte sak.

6 IKKE-KONSESJONSPLIKTIG VIRKSOMHET

6.1 Innledning

I kapittel 4 og 5 har jeg redegjort for konsesjonsplikten etter henholdsvis børsloven og verdipapirhandeloven og gitt eksempler på handelsfasiliteter som faller innenfor de ulike kategoriene, samt på handelssystemer som faller utenfor. I dette kapitlet skal jeg se nærmere på to systemer som etter gjeldende konsesjonsordning ikke har konsesjon som handelsfasilitet etter

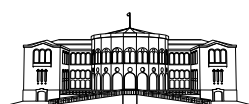
¹⁷⁹ Myklebust (2011) s. 254.

¹⁸⁰ Et annet eksempel er markedsplassene Bourse de Luxembourg (regulert marked) og Euro MTF (multilateral handelsfasilitet), som opereres av Luxembourg Stock Exchange. Det er ingen forskjell mellom markedene i gjennomføringen av handlene, reguleringen av slik handel og handelsmekanismene. Forskjellen ligger kun i kravene til notering, hvor Bourse de Luxembourg følger strengere rettslige krav.

¹⁸¹ COM (2002) 625 s. 14.

¹⁸² l.c.

¹⁸³ l.c.



hverken børsloven eller verdipapirhandelloven: Verdipapirforetakenes Forbunds¹⁸⁴ NOTC-liste¹⁸⁵ og Nordic Alternative Bond Market. Jeg skal redegjøre for hvorvidt det er riktig, i henhold til gjeldende reguleringer, at disse systemene regnes som ikke-konsesjonspliktige¹⁸⁶.

6.2 NOTC-listen

NOTC-listen til Verdipapirforetakenes Forbund, VPF, er et ordnet informasjonssystem, hvor tilknyttede medlemsforetak kan registrere sine kjøps- og salgsinteresser i unoterte finansielle instrumenter samt omsetninger. Det regulære børsmarkedet har tradisjonelt vært forbeholdt store og veletablerte selskaper, men også de unoterte selskapene utgjør en vesentlig del av verdiskapningen i Norge.¹⁸⁷ Behovet for likviditet i slike unoterte finansielle instrumenter har tvunget frem en viss grad av distribusjon av kursinformasjon og systematiske handelssystemer. NOTC-listen er et slikt system og fungerer slik at meglere legger inn kjøps- og salgsinteresser¹⁸⁸ i det elektroniske systemet dersom de har kunder som ønsker å kjøpe eller selge aksjer i et selskap på listen. Andre meglere kan se disse interessene og avtale en eventuell transaksjon pr. telefon dersom vedkommende har en motsvarende ordre. Når handelen er utført, meldes dette inn i systemet.

Som vi ser, vil NOTC-listen oppfylle kravene om at systemet legger til rette for regelmessig omsetning av finansielle instrumenter som er opptatt til handel¹⁸⁹, etter både børsloven § 3 og vphl. § 2-3. Når systemet likevel ikke er konsesjonspliktig, skyldes det at vilkåret om at systemet må legge til rette for handel «innenfor»¹⁹⁰ et multilateralt system, ikke er oppfylt.

NOTC-listen er et informasjonssystem hvor det bl.a. er fastsatt særskilte bruksregler og markedsstatistikken publiseres, men hvor selve handelen må skje bilateralt mellom de enkelte meglere pr. telefon. Det gjelder heller ingen nærmere prioriteringsregler for denne handelen. Meglerne er ikke bundet til å gjennomføre handel til den indikerte kjøps- eller salgskursen som vedkommende har lagt inn i systemet.¹⁹¹ Meglerne er heller ikke bundet til å handle med den megleren som står «øverst på listen», når flere har lagt inn en interesse i samme selskap til samme kurs. Handelen skjer dermed ikke innenfor noe system i regi av NOTC-listen, og systemet er helt korrekt ikke-konsesjonspliktig, jf. børsloven § 3 og vphl. § 2-3.

¹⁸⁴ Tidligere Norges Fondsmeglerforbund.

¹⁸⁵ Tidligere omtalt som «OTC-listen».

¹⁸⁶ Betegnelsen «uregulerte markeder» brukes ofte om ikke-konsesjonspliktige markedsplasser som en motsetning til «regulerte markeder», jf. børsloven § 3. Også begrepet «ikke-regulerte markeder» brukes i juridisk teori, jf. f.eks. Bergo (2008) s. 74. Denne språkbruken reflekterer at disse markedene ikke reguleres av verdipapirhandelloven eller børsloven. Dette skillet refererer seg til selve markedsplassen og ikke til det enkelte instrument i seg selv, jf. Rognlien (2009) s. 1. I dette notatet brukes derimot betegnelsen «ikke-konsesjonspliktig» virksomhet. Selv om språkbruken blir noe tyngre, er den mer dekkende for de reelle forhold enn begrepet «uregulert». De ikke-konsesjonspliktige markedene er regulert, men i andre former og grader enn de regulerte markedene. Se i samme retning Rognlien (2009) s. 3.

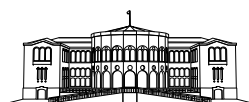
¹⁸⁷ For en analyse av unoterte selskapers betydning for verdiskapningen, se Bøhren (2009).

¹⁸⁸ Den høyeste kjøpsinteresse (kurs) og den laveste salgsinteresse (kurs) samt faktiske omsetningskurser offentliggjøres fortløpende i systemets åpningstid, jf. VPF (2013) s. 1.

¹⁸⁹ Finansielle instrumenter tas opp til handel etter anmodning fra et meglerforetak, jf. VPF (2013) s. 2.

¹⁹⁰ Vilkåret fremgår ikke direkte av børsloven, men av MiFID art. 4 pkt. 1 nr. 14.

¹⁹¹ VPF (2013) s. 1.



6.3 Nordic Alternative Bond Market

Nordic ABM er en selvregulert markeds plass som ikke er underlagt konsesjon i henhold til gjeldende konsesjonsordning, og kan derfor operere uavhengig av vedtatte EU-direktiver.¹⁹² ¹⁹³ Det omsettes kun obligasjoner og sertifikater på markeds plassen.

Markeds plassen ble vurdert å falle utenfor den gamle børsloven § 1-3 av Finanstilsynet.¹⁹⁴ Tilsynet forutsatte i denne vurderingen at Nordic ABM ikke vil tilby slutning eller annen form for avtaleinngåelse mellom partene i en handel i systemet, eller i systemer som børsen, som operatør av Nordic ABM, vil tilby. En del av forutsetningen var at handler skal inngås bilateralt og direkte mellom partene, og at deltakerne fritt kan velge motpart, uten regler om prioritet mellom ordrene i systemet.

Rent formelt må Nordic ABM anses som et informasjonssystem, selv om foretaket markedsføres som en markeds plass. Funksjonen til Nordic ABM er begrenset til å angi informasjon om kjøp og salg av nærmere bestemte finansielle instrumenter som er registrert i systemet. Rapportering av handler på Nordic ABM gjennomføres teknisk sett i et eget foretak, men utføres via samme handelssystem som Oslo Børs. Dette er ikke tilstrekkelig til å anse Nordic ABM som et «regulert marked» etter børs l. § 4, jf. *Nilas and Others*.¹⁹⁵ Meglerne som skal rapportere handler, må dessuten ha separat medlemskap på Nordic ABM.

Markeds modellen til Nordic ABM viser at systemet langt på vei overholder forutsetningene for Finanstilsynets vurdering av 2005. Selv om Nordic ABM benytter samme handelssystem som Oslo Børs, er det lagt inn en systembegrensning som gjør det umulig å kjøre ordre innenfor handelssystemet. Rent teknisk har foretaket også mulighet for å vise informasjon om tilbudet og etterspørselen i markedet gjennom førhandelsgjennomsiktighet, men i praksis er ikke dette benyttet av foretaket siden det ble etablert. Den eneste funksjonen i handelssystemet som benyttes, utover markedsovervåkingen og andre sammenhengende funksjoner, er visning av informasjon om utførte handler (etterhandelsgjennomsiktighet). Det er dette som må sies å være Nordic ABMs hovedfunksjon.

Finanstilsynet har tilsynelatende ikke vurdert hvorvidt Nordic ABM vil falle innenfor definisjonen av multilateral handelsfasilitet.¹⁹⁶ Nordic ABM faller ikke innenfor definisjonen av «regulert marked» eller «multilateral handelsfasilitet», jf. børs l. § 3 og vphl. § 2-3, fordi systemet ikke kobler sammen handelsinteresser «innenfor» et «multilateralt system». At markeds plassen legger til rette for handel, men uten at den skjer «innenfor» dens system, er ikke tilstrekkelig for å omfattes av definisjonen. Etter dette må Finanstilsynets vurdering fra 2005 fortsatt anses å være en riktig konklusjon de lege lata, og det kan vanskelig tenkes at Nordic ABM – slik forholdene på markeds plassen er i dag – vil falle innenfor konsesjonskategoriene i dagens konsesjonssystem. Markeds plassen er derfor ikke konsesjonspliktig.

¹⁹² Bergo omtaler Nordic ABM som en «multilateral handelsfasilitet» for obligasjoner, jf. Bergo (2008) s. 76.

Dette må være en misforståelse, og medfører ikke riktighet. Blant annet Myklebust omtaler Nordic ABM som en «ikke-regulert handelsfasilitet», jf. Myklebust (2011) s. 254.

¹⁹³ Noteringsprosessen på Nordic ABM er i henhold til egen regulering mindre omfattende enn for børs markedet, og det er større frihet med hensyn til regnskapsstandard. Likevel er informasjonspliktregler og handelsregler i store trekk tilsvarende som for Oslo Børs.

¹⁹⁴ Finanstilsynets brev av 4. mai 2005, ref. 05/1182.

¹⁹⁵ Sak C-248/11.

¹⁹⁶ Rostveit (2014).



7 EN VURDERING AV DAGENS KONSESJONSSYSTEM

7.1 Innledning – kriterier for vurderingen

Hittil har vi sett at det finnes ulike grenser for konsesjonspliktens inntreden i henholdsvis børsloven og verdipapirhandelloven, og at multilateral handelsfasilitet er konsesjonskategorien med den laveste grensen. Minstevilkåret for at markeds plassvirksomhet skal være konsesjonspliktig etter norsk rett, er at den kobler sammen handelsinteresser via et multilateralt handelssystem.

Videre har vi sett at konsesjonsplikten etter begge lovene som utgangspunkt er funksjonell, men at det kan settes spørsmålsteget ved hvorvidt konsesjonsplikten er funksjonell i *alle* henseende grunnet den flytende grensen mellom konsesjonskategoriene. Det er funksjonelt sett ingenting som hindrer en multilateral handelsfasilitet fra å drive samme virksomhet som konsesjonskategorien regulert marked, uten å inneha konsesjon som sådan. I det vesentlige er det den rettslige reguleringen som skiller de ulike konsesjonskategoriene fra hverandre, ikke nødvendigvis virksomheten deres.

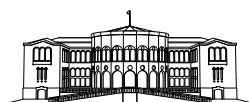
Vi har også sett at dette har vært lovgivers intensjon. Selv om konsesjonsmyndigheten har et diskresjonært skjønn med hensyn til om den skal innvilge konsesjon, har vi sett at det er lite igjen av dette skjønnen når foretaket oppfyller lovens øvrige vilkår. Helhetsvurderingen som gir rom for dette skjønnen, er en sikkerhetsventil. Konsesjonsmyndigheten kan ikke avhjelpe den tilsynelatende «mangelen» i konsesjonssystemet, hvor en aktør kan drive virksomhet som børs eller regulert marked med konsesjon som multilateral handelsfasilitet, ved å ta konkurransehensyn ved konsesjonstildelingen. Til slutt har vi sett at det fortsatt er visse handelssystemer i Norge som ikke er konsesjonspliktige, og det kan problematiseres om disse bør underlegges konsesjonsplikt.

I dette kapitlet vurderes enkelte elementer i konsesjonssystemet for handelsfasiliteter slik dette systemet fremstår i dag. Som det har fremgått ovenfor, er det grensene for konsesjonspliktens inntreden som reiser flest problemstillinger ved dagens konsesjonssystem, mens det i mindre grad er knyttet problematikk til innvilgelsen av konsesjoner. Vurderingene i dette kapitlet vil følgelig knytte seg til konsesjonspliktens inntreden.

Kriteriene som legges til grunn for vurderingene i dette kapitlet, er hensynene bak konsesjonsordningen og de formålene bak lovgivningen som ble behandlet under kapittel 2.2. Mer konkret er det børsl. § 1 og vphl. § 1 som vil være styrende for vurderingene i det følgende, men også mer overordnede hensyn som finansmarkedet skal sikre – men som ikke eksplisitt nevnes i disse to formålsbestemmelsene – vil være viktige i vurderingen. Finansmarkedets hovedoppgaver om kapitaltilgang til næringslivet, effektiv risikospredning og informasjonsflyt er særlig relevante. I tillegg kommer de supplerende formål bak MiFID. For å kunne vurdere konsesjonssystemet i dag må det også tas hensyn til den nye konkurransen som har oppstått på markedet for markeds plasser, og de nye problemstillingene denne skaper. Vurderingen i det følgende vil også ta hensyn til de vedtatte endringene i MiFID, og konsekvensene av disse endringene for konsesjonspliktens grenser etter norsk rett vil særskilt kommenteres.

Disse kriteriene er av ulik karakter. Formålsbestemmelsene i børsloven og verdipapirhandelloven benytter for det første fagøkonomiske uttrykk som beskriver verdipapirmarkedenes funksjon og virksomhet.¹⁹⁷ Lovgivningen på finansmarkedet er

¹⁹⁷ NOU 1996: 2 s. 20.



fragmentert, og de ulike aktørene påvirker hverandre gjensidig. Det kan derfor være utfordrende å operere med slike rettsøkonomiske kriterier isolert på konsesjonsordningen. Slike kriterier må ses i et større bilde og vil naturligvis måtte være gjenstand for empiriske analyser før de kan være retningsgivende for konsesjonsordningen. Dette er særlig relevant i diskusjonen om utvidelse av konsesjonsplikten.

Et annet sett kriterier som kan utledes av formålet bak børsloven og verdipapirhandelloven, er de rettspolitiske og retts tekniske kriteriene. Disse er mer håndterbare og ikke like avhengige av perspektiv fra annen lovgivning på finansmarkedet. De rettspolitiske kriteriene, som kommer til uttrykk i lovens formålsbestemmelser og MiFIDs fortale, har en glidende overgang til de rettsøkonomiske hensyn på finansmarkedet. Det vil derfor være mulig å måle konsesjonsordningen opp mot disse hensynene, også noe løst fra den øvrige lovgivningen på finansmarkedet, all den tid lovgiver har gjort seg opp en kvalifisert mening om slike hensyn.

De «manglene» ved konsesjonssystemet som ble påvist ovenfor, kan i hovedtrekk oppsummeres i at både *utformingen* og *utstrekningen* av konsesjonssystemet er diskutert. I det følgende vil jeg derfor vurdere om de ulike konsesjonskategoriene i gjeldende ordning er hensiktsmessig utformet, og om konsesjonsplikten bør utvides. Jeg vil gjennomgå noen alternativer til dagens konsesjonsordning og vurdere hvorvidt disse alternativene er hensiktsmessige og gjennomførbare.

7.2 Utformingen av dagens konsesjonskategorier

7.2.1 Begrunnelsen for dagens utforming

Utformingen av dagens ordning har primært vært forsvart gjennom tre sentrale argumenter. I det følgende diskuteres holdbarheten av disse argumentene.

For det første begrunnes ulik regulering av prinsipielt lik virksomhet med konkurransehensyn og behovet for innovasjon på markedet for markedsplasser.¹⁹⁸ Dersom man ønsker å skape konkurranse på et tradisjonelt monopolisert marked, noe som nettopp var formålet med MiFID, må man ofte gi nye aktører (MHF) litt lempeligere betingelser for å etablere seg – slik at de over tid kan skape effektiv konkurranse for den tradisjonelle monopolisten (børsene). En slik strategi ble benyttet av SEC da ATS-ene begynte å utfordre markedsandelen til børsene i USA.¹⁹⁹

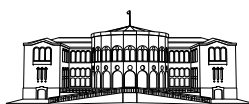
En slik tilnærming medfører at det er institusjonene (handelsfasilitetene) som reguleres, og ikke deres funksjon (markedsplassevirkosomhet). Ved fortrinnsvis å regulere institusjoner og ikke funksjoner forvrenges konkurransen mellom aktørene gjennom ulik reguleringsbyrde.²⁰⁰ Denne reguleringsbyrden begrunnes undertiden med at målet om rettferdig konkurranse på markedet ikke fordrer like regler for alle aktører, men derimot regler som tillater markedet å avgjøre hvorvidt nye systemer yter tjenester som fortjener å overleve på markedet.²⁰¹ Sett i denne sammenhengen er utformingen av konsesjonsordningen i Norge et riktig grep for å øke konkurransen på markedet for markedsplasser.

¹⁹⁸ Macey (1999) s. 31.

¹⁹⁹ Lau Hansen (1999) s. 145.

²⁰⁰ Se i samme retning Lau Hansen (1999) s. 253.

²⁰¹ Macey (1999) s. 31.



På sikt er dette likevel ingen permanent løsning, og EU har gitt uttrykk for et ønske om likere konkurransevilkår («level playing field») mellom de ulike konsesjonskategoriene.²⁰² Regelverk som brukes som virkemiddel for å skape mer konkurranse på et marked, må også endres etter at de nye aktørene har etablert seg, for å gi nye rettsregler som kan sikre effektivitet i konkurransen. Målsettingen på et marked er ikke nødvendigvis *mer* konkurranse, men *effektiv* konkurranse. Det samfunnsøkonomiske regnskapet endrer seg når markedsforholdene går fra å være monopolisert til at det finnes flere konkurrerende aktører.²⁰³ Trolig vil dette innebære en mer funksjonsorientert, og mindre institusjonsorientert, regulering av markeds plasser i fremtiden.

For det andre har den institusjonelle reguleringen av handelsfasiliteter også vært forsvart med at markeds plasser vil ha et incentiv til å søke høyere former for konsesjon av hensyn til sin egen konkurransesituasjon på markedet. Et av de sentrale argumentene har vært at handelsfasiliteter har et incentiv til å søke om konsesjon som f.eks. regulert marked eller børs, fordi institusjonelle investorer har rettslige plasseringsbegrensninger hvor midlene kun kan plasseres på likvide markeder.^{204 205} Regulerte markeder og børser regnes som slike markeder. Argumentet virker sterkt ved første øyekast, og er i kroner og øre kanskje det viktigste.²⁰⁶ En nærmere analyse av argumentet medfører dog at argumentasjonsverdien må nyanseres noe.

Institusjonelle investorer er ikke-personlige investorer hvis formål er å drive investeringsvirksomhet, gjerne på vegne av klienter.²⁰⁷ Slike investorer spiller en sentral rolle på finansmarkedet fordi de investerer store pengebeløp. Eksempler på institusjonelle investorer er pensjonsfond, forsikringsselskaper, verdipapirfond og statlige investeringsfond. Banker og hedgefond kan også regnes som institusjonelle investorer. I det følgende ser jeg nærmere på plasseringsbegrensningene til verdipapirfond og forsikringsselskaper, som utgjør en stor del av investeringene på det norske markedet.

Verdipapirfond er en «selvstendig formuesmasse» oppstått ved «kapitalinnskudd fra en ubestemt krets av personer» mot utstedelse av andeler i fondet og som for «det vesentlige består av finansielle instrumenter og/eller innskudd i kredittinstitusjon», jf. verdipapirfondloven²⁰⁸ (vpfl.) § 1-2 første ledd nr. 1.^{209 210}

Det stilles visse krav til likviditeten til de finansielle instrumentene hvor verdipapirfond plasserer sine midler, jf. vpfl. § 6-5. Formålet med bestemmelsen er bl.a. å sikre verdipapirfond regelmessig tilgang til likvide markeder som gjør det mulig for fondene å reallokere sin portefølje uten for stor påvirkning på kursene til de underliggende finansielle instrumentene.²¹¹ Bestemmelsen lister opp de finansielle instrumentene som regnes som likvide. Etter dette regnes finansielle instrumenter opptatt til offisiell notering eller som omsettes på et «regulert

²⁰² MiFIR fortalte pkt. 7.

²⁰³ Se mer om dette i Eide (2008) s. 90 flg.

²⁰⁴ NOU 1999: 3 s. 230.

²⁰⁵ Argumentet har også vært fremmet i Sverige, jf. Afrell (1998) s. 123.

²⁰⁶ Se mer om kapitalforvaltningssektoren i BI (2013).

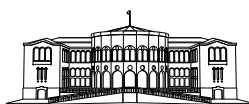
²⁰⁷ Ot.prp.nr.41 (1986-1987) s. 82.

²⁰⁸ Lov om verdipapirfond (verdipapirfondloven) av 25. november 2011 nr. 44.

²⁰⁹ Verdipapirfondenes forening (VFF) deler inn verdipapirfond i ulike hovedtyper og opererer med ulik bransjestandard for disse, se VFFs bransjestandard av 27. mai 1998 og bransjestandard av 15. februar 1999.

²¹⁰ Det må skilles mellom verdipapirfondet og forvaltningsselskapet. Verdipapirfondet er formuesmassen som består av kapitalinnskudd fra innskyterne (andelseierne). Forvaltningsselskapet forvalter fondet på vegne av andelseierne. Et forvaltningsselskap kan være forvalter for flere fond. Et eksempel på dette er Skagen Fondene.

²¹¹ For mer om rettspolitiske hensyn ved regulering av kollektive investeringsformer, se Truyen (2006) s. 279 flg.



marked»²¹² i en EØS-stat, som likvide, jf. § 6-5 første ledd nr. 1. I tillegg kan verdipapirfond plassere midler i finansielle instrumenter som omsettes på «annet regulert marked» i en EØS-stat som «fungerer regelmessig og er åpent for allmennheten», jf. vpfl. § 6-5 første ledd nr. 2. Det er sistnevnte plasseringsmulighet som er av interesse her, nærmere bestemt hvilke handelsfasiliteter som kan regnes som «annet regulert marked», jf. vpfl. § 6-5 første ledd nr. 2.

Etter ordlyden er «annet regulert marked» en handelsfasilitet som faller utenfor definisjonen av «regulert marked» i børsloven, men likevel er underlagt en viss form for offentlig regulering. En «multilateral handelsfasilitet» som tilfredsstillende vilkårene i MiFID, må antas å være et slikt marked.²¹³ Allerede her ser vi at finansielle instrumenter notert på andre organiserte markedsplasser enn «regulert marked» kan være plasseringsalternativer for verdipapirfond etter lovens § 6-5 første ledd, og dermed unngår disse instrumentene å havne innenfor begrensningen om at fondet kun kan plassere 10 pst. av sine midler i dem etter bestemmelsens tredje ledd.

Det mest interessante er likevel Finanstilsynets vurdering av ikke-konsesjonspliktige Nordic ABM i henhold til denne bestemmelsen. Tilsynet mente at også Nordic ABM var et «annet regulert marked» i henhold den gamle verdipapirfondloven²¹⁴ § 4-6 første ledd nr. 2, som hadde samme ordlyd som den nåværende § 6-5 første ledd nr. 2.²¹⁵ Finanstilsynet har opprettholdt denne vurderingen også etter den nye verdipapirfondloven.^{216 217} Allerede her ser vi at argumentet om at handelsfasiliteter vil ha et incentiv til å søke høyere konsesjonsformer må nyanseres.²¹⁸

En konklusjon i samme retning, dog ikke like vidtrekkende, finnes også i Finanstilsynets vurdering av plasseringsbegrensningene til livsforsikringsselskap og pensjonskasser, jf. den gamle kapitalforvaltningsforskriften²¹⁹ § 6 nr. 8 og nr. 14.²²⁰

Forsikringsselskaper er finansinstitusjoner som overtar risiko fra forsikringstakerne, og utjevner risikoen mellom forsikringstakerne gjennom premieinnbetalinger. De er underlagt reguleringene i forsikringsvirksomhetsloven²²¹ (forsvl.), jf. § 1-1. Forsikringsselskaper skal etter loven sørge for en forsvarlig kapitalforvaltning, jf. forsvl. § 6-6 og forskrift for livsforsikringsselskapers kapitalforvaltning²²². Livsforsikringsselskapet kan etter dette plassere midlene i kollektivporteføljen²²³ sin i bl.a. rentebærende fordringer og aksjer notert på «regulert marked», jf. forskriften § 3-1 første ledd nr. 8 og nr. 17.

Forsikringsselskapet kan kun investere 10 pst. av midlene i kollektivporteføljen i aksjer og fordringer som ikke er notert på et «regulert marked», jf. forskriften § 3-1 første ledd nr. 20 og § 3-2 første ledd annet punktum. «Regulert marked» forstås etter sin ordlyd i tråd med Norges direktivforpliktelser etter MiFID. Andre former for handelsfasiliteter faller utenfor

²¹² «Regulert marked» som definert i børsl. § 3.

²¹³ NOU 2006: 3 s. 154.

²¹⁴ Lov om verdipapirfond av 12. juni 1981 nr. 52.

²¹⁵ Finanstilsynets brev av 1. juli 2005, ref. 05/1182.

²¹⁶ Finanstilsynets brev av 22. mai 2013, ref. 13/5777.

²¹⁷ Denne konklusjonen er diskuterbar. En videre vurdering av dette faller dog utenfor rammene av dette notatet, og jeg går ikke nærmere inn på spørsmålet.

²¹⁸ Tilsynet har ved begge vurderinger understreket viktigheten av tilfredsstillende likviditet på Nordic ABM for at foretaket skal tilfredsstillende formålene og kravene i vpfl. § 6-5 første ledd nr. 2.

²¹⁹ Forskrift om kapitalforvaltning i forsikringsselskaper av 23. april 1997 nr. 377.

²²⁰ Finanstilsynets brev av 21. desember 2005, ref. 05/11756.

²²¹ Lov om forsikringsselskaper, pensjonsforetak og deres virksomhet mv. (forsikringsvirksomhetsloven) av 10. juni 2005 nr. 44.

²²² Forskrift om livsforsikringsselskapers og pensjonsforetaks kapitalforvaltning av 12. desember 2007 nr. 1457.

²²³ Forsvl. § 9-7 (3).



begrepet. Dette var også Finanstilsynets forståelse av den tilsvarende bestemmelsen i den gamle kapitalforvaltningsforskriften, jf. rundskriv 7/1998²²⁴. Ordlyden henviste da til «børs» og ikke til «regulert marked». For øvrig er ordlyden i de relevante delene av bestemmelsen videreført i den nye kapitalforvaltningsforskriften.

Det rettslige utgangspunktet er da at også etter den nye kapitalforvaltningsforskriften vil Nordic ABM falle utenfor forskriften § 3-1 første ledd nr. 8 og nr. 17, og inn under nr. 20. Etter ordlyden vil «multilaterale handelsfasiliteter» også falle inn under samme begrensning. Dette likestiller multilaterale handelsfasiliteter, som har konsesjon og må overholde rettslige reguleringer grunnet dette, og Nordic ABM, som ikke har konsesjon og dermed ikke er underlagt rettslige reguleringer, med hensyn til plasseringsbegrensningene. I tillegg har Finanstilsynet innvilget et unntak fra plasseringsbegrensningen i forskriften § 3-1 første ledd nr. 20 for «hold til forfall»-obligasjoner.²²⁵ Obligasjoner som ligger i selskapenes «hold til forfall»-porteføljer skal etter dette kunne opprettholdes ved overgang fra børsnotering til notering på ABM, selv om overgangen til ABM medfører at selskapet overskrider plasseringsbegrensningene som følger av forskriften § 3-1 første ledd nr. 20.

Disse to vurderingene gjort av Finanstilsynet i forhold til plasseringsbegrensningene til verdipapirfond og livsforsikringselskaper, nyanserer argumentet om at markedsplasser selv vil velge å søke konsesjon for å oppnå det kvalitetsstempel f.eks. en børskonsesjon utgjør, bl.a. fordi mange investorer har lovbestemte eller vedtektsfestede begrensninger for investeringer i unoterte instrumenter. Etter å ha sett nærmere på disse begrensningene og de unntakene selv markedsplasser uten konsesjon har fått av Finanstilsynet, synes ikke argumentet om at handelsfasiliteter vil søke konsesjon for å tiltrekke seg institusjonelle investorer å være særlig sterkt.

Et tredje argument som ofte trekkes frem til forsvar for de eksisterende definisjonene av handelsfasiliteter, særlig børs-kategorien, er denne kategoriseringens historiske fundament.²²⁶ Børsenes historiske posisjon og særegne tillit i markedet kan nok begrunne opprettholdelse av en egen børs-kategori, men historikk alene begrunner ikke opprettholdelse av at reelt sett like kategorier av multilaterale koblingssystemer skal operere under ulike rettslige krav.²²⁷ Til dette er argumentene som er gjennomgått ovenfor, bedre egnet.

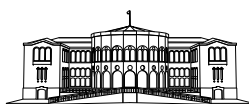
Som vi har sett av drøftelsen er ikke argumentene for å regulere lik virksomhet ulikt etter gjeldende rett helt overbevisende. Den norske ordningen må her ses i lys av skandinavisk rettstradisjon på området, hvor det nettopp er tradisjon for reguleringer av den art som vi finner i dagens konsesjonssystem. Det finnes likevel gode grunner for en annen utforming av konsesjonssystemet, fortrinnsvis hensynet til likere konkurransevilkår, effektiv konkurranse og en retsteknisk forenkling av konsesjonssystemet.

²²⁴ Rundskriv om tolkninger og presiseringer vedrørende forskrift av 23. april 1997 nr. 377 om forsikringsselskapers kapitalforvaltning.

²²⁵ Finanstilsynets brev av 21. desember 2005, ref. 05/11756. Unntaket ble gitt etter den gamle forskriften, men ordlyden er videreført.

²²⁶ Afrell (1998) s. 123.

²²⁷ Se i samme retning Lau Hansen (1999) s. 254 om fonds- og alternativ markedsplass-kategoriene i dansk rett.



7.2.2 Funksjonell begrensning av «multilateral handelsfasilitet»

7.2.2.1 Hvorvidt det *kan* skilles funksjonelt mellom «multilateral handelsfasilitet» og «regulert marked»

Spørsmålet i det følgende er om norsk lovgiver kan oppstille funksjonelle begrensninger for hvilken virksomhet en «multilateral handelsfasilitet» kan bedrive, for å tydeliggjøre forskjellen fra et «regulert marked», selv om slike begrensninger – slik drøftelsen i kapittel 5.2.1 viser – ikke følger av MiFID. Dette er et spørsmål om norsk lovgivers handlingsrom innenfor direktivet. Spørsmålet må diskuteres innenfor utgangspunktet om at definisjonene i direktivet skal være totalharmoniserte.

Verdipapirmarkedsløvet var usikre på hvorvidt det i norsk rett var adgang til å introdusere et funksjonelt skille mellom multilateral handelsfasilitet på den ene siden og regulert marked på den andre, da direktivet ikke foretar et slikt skille.²²⁸ Fordi direktivets definisjoner skal være totalharmoniserte, eksisterer det neppe et handlingsrom for funksjonell begrensning av disse definisjonene. En slik begrensning ville fordre en endring av definisjonene, og det ville stride mot direktivets forutsetninger, jf. MiFID art. 5 og 36.

Den danske konsesjonsordningen viser likevel at det eksisterer et visst handlingsrom for nasjonale myndigheter til å regulere forholdet mellom «regulert marked» og «multilateral handelsfasilitet» gjennom funksjonelle begrensninger.

Etter dansk rett kan en «multilateral handelsfasilitet» også drives som en «alternativ markedsplass»²²⁹ ved at handelsfasiliteten oppfyller ytterligere krav etter loven.²³⁰ Konsesjonsøknad om å drive virksomhet som «alternativ markedsplass» skal fremlegges i forbindelse med søknad som multilateral handelsfasilitet. Ved å søke om konsesjon som «alternativ markedsplass» må en multilateral handelsfasilitet bl.a. underlegges regler om markedsmissbruk, overtakelsestilbud og opplysningsplikt.²³¹ Danske alternative markedsplasser er ikke underlagt MiFID-regulering, og er kun regulert etter dansk rett.^{232 233} Betegnelsen som benyttes av handelsfasiliteten, vil også da være «alternativ markedsplass» og ikke «multilateral handelsfasilitet».²³⁴

Danske alternative markedsplasser er av særlig interesse i drøftelsen om handlingsrommet fordi multilaterale handelsfasiliteter, ved å søke om konsesjon som alternativ markedsplass, pålegges en *funksjonell begrensning*: Finansielle instrumenter kan kun opptas til handel på en alternativ markedsplass dersom utstederen av instrumentet har anmodet om dette, og instrumentet ikke samtidig er opptatt til handel på et regulert marked.²³⁵ Dermed skiller den alternative markedsplassen seg fra egentlige multilaterale handelsfasiliteter og regulerte markeder, hvor finansielle instrumenter kan opptas uten utstederens samtykke (såkalt «unsponsored listing»), og hvor det også kan opptas instrumenter som allerede er opptatt til handel på et annet regulert marked.²³⁶

²²⁸ NOU 2006: 3 s. 155.

²²⁹ Se mer i Werlauff (2008) s. 100.

²³⁰ Den danske verdipapirhandelloven nr. 108 av 7. februar 2007 §§ 42 c-f.

²³¹ Andersen (2011a) s. 124 og Werlauff (2008) s. 101.

²³² Werlauff (2008) s. 100.

²³³ Et eksempel på en slik markedsplass er danske OMXs First North.

²³⁴ Werlauff (2008) s. 101.

²³⁵ Den danske verdipapirhandelloven § 42 bokstav c nr. 1.

²³⁶ Andersen (2011a) s. 125.



De danske alternative markedsplassene viser at det finnes et visst nasjonalt handlingsrom for funksjonelle begrensninger. Dette handlingsrommet eksisterer likevel ikke innenfor direktivet. Den danske ordningen for alternative markedsplasser er en parallell konsesjonskategori og forandrer ikke på direktivets definisjoner. Ordningen eksisterer følgelig uavhengig av MiFID. Dette reiser spørsmål om hvor langt et slikt handlingsrom for nasjonale konsesjonsordninger rekker.

Det er trolig i strid med direktivet å vedta en konkurrerende nasjonal konsesjonsordning med funksjonelle begrensninger som unntar handelsfasiliteter direktivregulering, og i stedet underlegger dem nasjonal regulering.²³⁷ Totalharmonisering innebærer at det settes en absolutt norm for hvilke regler statene kan ha, og man kan ikke vedta regler som avviker fra denne norm.²³⁸

Dersom den nasjonale ordningen ikke pålegger konsesjonsplikt, men har mer karakter av å være frivillig, må den trolig aksepteres. En slik ordning er i større grad et supplement, og ikke en konkurrent, til direktivreguleringen. Dette gjelder i enda større grad dersom den nasjonale ordningen bruker direktivets definisjoner til å angi grensene for konsesjonsplikts inntreden, men gir aktørene en valgmulighet med tanke på meroppfyllelse av rettslige krav og et påfølgende nasjonalt kvalitetsstempel. Den danske ordningen for alternative markedsplasser har mer karakter av å være en slik frivillig ordning. Også den norske konsesjonskategorien «børs» kan ses under denne synsvinkelen. De norske børsene er formelt sett et «regulert marked», jf. MiFID artikkel 4 nr. 1 pkt. 14. De får imidlertid tittelen «børs» ved å oppfylle merkavene i børsloven kapittel 6.²³⁹ Den norske ordningen er nok i dette henseende mer akseptabel enn den danske, da børsene også må følge reguleringene som gjennomfører MiFID i tillegg til merkavene i norsk rett. Slik den danske ordningen er å forstå, er de alternative markedsplassene kun underlagt nasjonal regulering.²⁴⁰

Det hører med til dette perspektivet at også uten en slik frivillig konsesjon kan en MHF selv velge å appellere til visse segmenter i markedet, istedenfor å konkurrere med den nasjonale børsen. I Norge er Oslo Axess et godt eksempel på at en MHF selv velger å sikte seg inn på et visst segment i markedet istedenfor å konkurrere med den nasjonale børsen om de samme finansielle instrumentene.²⁴¹

Det nasjonale handlingsrommet må ligge et sted mellom en nasjonal frivillig ordning og en konkurrerende nasjonal ordning. Jo mer en nasjonal ordning fjerner seg fra frivillighetsaspektet, desto mer står den i fare for å trå direktivets grenser for nær.

Virksomhetsbegrensninger kan enten relatere seg til hvilke finansielle instrumenter som kan omsettes på handelsfasiliteten – som i den danske konsesjonsordningen – eller de kan også tenkes relatert til hvordan selve koblingen av kjøps- og salgsinteresser kvalitativt skal skje. Handlingsrommet for en virksomhetsbegrensning av sistnevnte type må, etter direktivets ordlyd, jf. art. 4 nr. 1 pkt. 15, være mindre enn for å begrense hvilke finansielle instrumenter som omsettes. Måten kjøps- og salgsinteresser kobles sammen på er nettopp en sentral del av definisjonen til «multilateral handelsfasilitet», og det vil være vanskelig å kvalitativt begrense dette uten å endre karakteren til en multilateral handelsfasilitet.

²³⁷ Dette har også en side mot det grunnleggende lojalitetsprinsippet i EØS-retten, jf. EØS-avtalen art. 3.

²³⁸ EØS-rett (2004) s. 279.

²³⁹ Et av disse merkavene er mer restriktive eierbegrensninger.

²⁴⁰ Werlauff (2008) s. 100.

²⁴¹ Dette har selvsagt en sammenheng med at Oslo Axess eies og drives av Oslo Børs, men bidrar like fullt til å illustrere poenget.



Det synes etter dette å være et visst handlingsrom til å innføre funksjonelle begrensninger av multilaterale handelsfasiliteter i nasjonal rett. I mangel av rettspraksis og andre holdepunkter, er det usikkert hvor vidt dette handlingsrommet er. En ytre grense går ved funksjonell begrensning av MHF-kategorien i sin helhet. Dette må falle utenfor handlingsrommet. En frivillig nasjonal begrensning vil derimot trolig falle innenfor handlingsrommet.

7.2.2.2 Hvorvidt lovgiver bør skille funksjonelt mellom multilateral handelsfasilitet og regulert marked

Spørsmålet i det følgende er hvorvidt norsk lovgiver bør benytte seg av dette (lille) handlingsrommet under MiFID for å funksjonelt begrense virksomheten til «multilaterale handelsfasiliteter». Spørsmålet er særlig relevant både fordi det har vært lovgivers forutsetning at definisjonene av MHF og «regulert marked» skal være gjensidig utelukkende²⁴² og fordi konsesjonsmyndigheten ikke kan nekte konsesjon som «multilateral handelsfasilitet» samt pålegge konsesjon som «regulert marked» av konkurransehensyn.

Spørsmålet ble diskutert under lovforarbeidet. Ved vedtakelsen av den nye verdipapirhandelloven, skrev Norges Bank i kap. 8 av sin høringsuttalelse²⁴³ at den legale forskjellen mellom regulert marked og MHF bør gjøres størst mulig innen direktivets ramme. De hevdet at dette vil øke konkurranstrykket og bidra til økt effektivitet for systemet som helhet. De fremhevet også at utvalget hele veien vurderer MHF som en alternativ markedsplass for aksjer, men at disse handelsfasilitetene vil være velegnet for handel med lavt kredittvurderte obligasjoner («junk-bonds») i stedet.

Det faktum at et foretak kan konkurrere om de samme finansielle instrumentene som et regulert marked ved å underlegges en mildere regulering gjennom konsesjon som multilateral handelsfasilitet, taler for en virksomhetsbegrensning av MHF-kategorien. Sett opp mot formålet til MiFID, innebærer dette en rettsstilstand som ikke nødvendigvis oppfyller ønsket om *effektiv* konkurranse. Da Kommisjonen foreslo endringer i ISD, ble formålet om effektiv konkurranse mellom børser og andre handelsfasiliteter særlig trukket frem:

«the ISD should allow newly commercialised exchanges and trading platforms to compete effectively and prudently for trading volumes without undue regulatory or supervisory impediment. Neither should competition be driven by excessive regulatory arbitrage which could jeopardise the orderly and efficient functioning of markets and investor protection. [uthevet her]»²⁴⁴

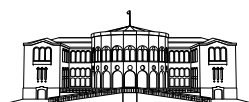
Verdipapirmarkedsløvetvalget fremhever også at den bakenforliggende reguleringen av ulike atferds- og informasjonsforpliktelser kan tale i retning av å skille virksomhetsmessig mellom MHF og regulert marked.²⁴⁵ Regler om bl.a. markedsmisbruk, løpende og periodisk rapportering samt prospekt- og tilbudsplicht gjelder ikke for omsetning på MHF. Investorbeskyttelsen på MHF vil derved være mindre enn på regulerte markeder.

²⁴² NOU 2006: 3 s. 154.

²⁴³ Norges Banks brev av 29. mai 2006 til Finansdepartementet.

²⁴⁴ COM (2000) 729 s. 3.

²⁴⁵ NOU 2006: 3 s. 155.



Verdipapirmarkedslovutvalget gikk likevel ikke inn for en virksomhetsbegrensning av multilaterale handelsfasiliteter i norsk rett i sin innstilling til Finansdepartementet i 2006.²⁴⁶ For det første antok utvalget at regulerte markeders opptaksregler i noe større grad ville gi utstederforetak et «kvalitetsstempel». Fra et investorståsted vil det derved kunne bli lagt til grunn at investeringer i finansielle instrumenter på regulerte markeder er forbundet med noe mindre risiko enn der omsetningen kun skjer på MHF. Holdbarheten av dette argumentet kan diskuteres. Erfaringene i kjølvannet av MiFID viser også at investorer i stor grad har flyttet investeringene sine over til MHF-er.²⁴⁷ På det norske markedet viser dette seg ved det store tapet av markedsandeler Oslo Børs har opplevd de siste fem årene, og at en stor del av disse markedsandelene har gått til den tidligere MHF-en BATS Chi-X Europe²⁴⁸.

Spørsmålet var også aktuelt i USA da «alternative trading systems» ble innført som en egen kategori i tillegg til den eksisterende børskategorien. ATS-definisjonen ble utviklet gradvis av det amerikanske finanstillstyret SEC og tvang SEC til først å klarlegge børstypologien. Børstypologien ble endret på flere punkter, slik at ATS-ene fikk en reell mulighet til å registrere seg som en børs. Slik registrering var dog ingen plikt, og en ATS kunne også registrere seg som et verdipapirforetak («broker-dealers»), og fortsatt bedrive samme virksomhet. Det forelå med andre ord ingen funksjonell begrensning, men en valgfrihet.^{249 250} Dette samsvarer med gjeldende norsk rett.

Handlingsrommet under direktivet er, som nevnt ovenfor, begrenset. Det er neppe grunnlag for å funksjonelt begrense MHF-kategorien i sin helhet, og det norske markedet for markedsplasser er for lite til å innføre en ny nasjonal konsesjonskategori av denne karakter. En nasjonal konsesjonskategori må uansett være en frivillig ordning for ikke å trå direktivets grenser for nær. Da vil handelsfasiliteter som ønsker å drive virksomhet som «regulert marked» med MHF-konsesjon, fortsatt kunne gjøre dette, uten å la seg påvirke av en ev. nasjonal funksjonell begrensning. Dette er ikke hensiktsmessig. Det vil også være lite tjenlig om norske aktører skulle underlegges en mer kompleks konsesjonsordningen enn sine europeiske konkurrenter.

Til tross for at gode grunner taler for en funksjonell begrensning, herunder ønsket om effektiv konkurranse mellom handelsfasilitetene, er handlingsrommet under direktivet for lite til at de definatoriske utfordringene som ble påpekt ovenfor, kan avhjelpest av nasjonal lovgiver på en hensiktsmessig måte. En multilateral handelsfasilitet vil etter dette kunne oppfylle vilkårene i børsloven § 3, uten å måtte søke om konsesjon som «regulert marked».²⁵¹

7.2.3 Funksjonsorienterte konsesjonskategorier

Spørsmålet i dette kapitlet er hvorvidt konsesjonskategoriene i dagens konsesjonsordning bør utformes annerledes for å sikre et mer konsistent system. Jeg ser nærmere på hva en slik alternativ utforming kan bestå i og hvorvidt en alternativ utforming er gjennomførbart.

²⁴⁶ *ibid.* s. 156.

²⁴⁷ WSJ (2011)

²⁴⁸ BATS Chi-x Europe var tidligere den største MHF-en i Europa og ble våren 2013 innvilget konsesjon som «regulert marked» gjennom statusen Recognised Investment Exchange i Storbritannia.

²⁴⁹ Lau Hansen (1999) s. 145.

²⁵⁰ Dersom ATS-ene ikke registrerte seg som børs, ble det imidlertid pålagt gradvis meroppfyllelse av rettslige krav etter hvert som transaksjonsvolumet på den enkelte ATS økte. SEC hadde faste prosentangivelser for når slik meroppfyllelse ble nødvendig, jf. *ibid.* s. 146.

²⁵¹ NOU 2006: 3 s. 156.



Etter min mening må motstykket til dagens institusjonsorienterte konsesjonsordning være en større grad av funksjonsorientert regulering. Dette betyr at det i første rekke må være det funksjonelle grunntrekket ved handelsfasiliteter – kobling av kjøps- og salgsinteresser – som må være avgjørende for om den generelle konsesjonsplikten etter konsesjonsordningen utløses, ikke hvorvidt handelsfasiliteten faller innenfor en forhåndsdefinert konsesjonskategori. Deretter kan spørsmålet gjerne være hvilken konsesjonskategori den enkelte handelsfasiliteten skal plasseres i. Et funksjonsorientert konsesjonssystem for handelsfasiliteter er ikke til hinder for fortsatt å operere med ulike konsesjonskategorier med ulik reguleringsbyrde, men slik kategorisering vil etter et funksjonsorientert system forutsette at reguleringsbyrden begrunnes i nettopp konsesjonskategoriens ulike funksjoner. På denne måten kan man operere med ulike konsesjonskategorier for f.eks. bilaterale og multilaterale handelssystemer, eller multilaterale handelssystemer som utøver eller ikke utøver diskresjonært skjønn ved kobling av handelsinteresser. Dagens ordning er unødig kompleks på dette området, og etterlater et visst rom for valgfrihet med hensyn til hvilken konsesjonskategori den enkelte aktør ønsker å falle innenfor.

En funksjonsorientert utforming innebærer ingen radikal endring sett i forhold til øvrige konsesjonsordninger. Konsesjonsordninger er som hovedregel virksomhetsorienterte.²⁵² Også konsesjonsplikten for handelsfasiliteter er som utgangspunkt funksjonell – det er «virksomheten» som reguleres. Spørsmålet om endring av dagens ordning innebærer derfor ikke *om* konsesjonsplikten skal gjøres funksjonsorientert, men *hvilke* funksjoner den skal knyttes til. I dag knyttes den til forhåndsdefinerte konsesjonskategorier uten særlige funksjonelle forskjeller. Alternativet er å knytte den til konsesjonskategorier hvor det nettopp er funksjonen som skiller.

En slik endring vil unektelig innebære et brudd med den skandinaviske rettstradisjonen på dette området, som historisk sett har vært institusjonsorientert. Et funksjonsorientert konsesjonssystem for handelsfasiliteter er likevel ingen ny tanke innen skandinavisk rettsteori. Institusjonsorientert utforming av konsesjonssystemet har vært kritisert i norsk juridisk litteratur som «temmelig intetsigende».²⁵³

Den danske juristen Jesper Lau Hansen har tidligere kritisert definisjonene i den danske verdipapirhandelloven for å gjøre det mulig å drive en handelsfasilitet som faller utenfor rettslig regulering.²⁵⁴ Blant annet var autoriserte markeds plasser og alternative handelssystemer (ATS og ETC, som i dag faller innenfor MHF-reguleringen) ikke underlagt konsesjonsplikt, selv om de drev funksjonelt samme virksomhet som børsene. Til tross for at de faktiske premisene for kritikken i stor grad er endret etter gjennomføringen av MiFID i dansk (og norsk) rett, er kritikkenes essens likevel av interesse for det norske konsesjonssystemet.

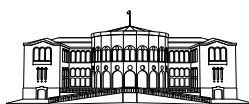
På et overordnet plan er Lau Hansens kritikk nemlig rettet mot institusjonelt fokuserte definisjoner, hvor det ikke nødvendigvis er funksjonen til handelsfasiliteter som reguleres.²⁵⁵ Lau Hansen etterlyser nytenkende og funksjonsorienterte reguleringer, som streber etter generelt å regulere den aktuelle virksomhet. I stedet mener han at reguleringen bærer preg av å innføre institusjoner med samme funksjon (kategoriene fondsbørs og autorisert markeds plass) som deretter reguleres forskjellig. Det er dermed ikke markeds plassvirksomhet som reguleres,

²⁵² Se konsesjonssystemet for forsikringsselskaper, hvor konsesjonsplikten inntreer ved utøvelse av forsikringsvirksomhet og konsesjonstildelingen relaterer seg til de ulike forsikringsbransjene, jf. forsvl. § 2-1, jf. § 1-3. Se også konsesjonssystemet for verdipapirfond, jf. vpfl. § 2-1.

²⁵³ Bergo (1998) s. 115.

²⁵⁴ Lau Hansen (1999) s. 248.

²⁵⁵ Lau Hansen (1999) s. 250.



men derimot institusjonelle former for markedsplasser. Lau Hansens kritikk underbygger mange av de innvendingene mot det gjeldende norske konsesjonssystemet som trekkes frem i dette notatet, og har også en relevans i dag.²⁵⁶

I USA har også Macey argumentert for funksjonsorienterte konsesjonskategorier basert på handelsfasiliteters funksjon på finansmarkedet, for å unngå at aktører selv kan velge konsesjonskategorier av kommersielle hensyn.²⁵⁷ Han trekker også frem at ulik regulering av konkurrerende handelsfasiliteter ikke fremmer effektivitet på finansmarkedet.²⁵⁸

Det er særlig fire fordeler med en funksjonsorientert regulering. For det første bidrar det til mer rettferdig konkurranse mellom handelsfasiliteter gjennom å sikre likere konkurransevilkår. For det andre gir den aktører muligheten og incentiv til å innrette seg etter markedets behov og ikke hvilken konsesjonskategori de ønsker å operere innenfor. I et funksjonsorientert konsesjonssystem er det ikke anledning til å velge konsesjonskategorier basert på kommersielle hensyn, slik dagens ordning gir mulighet til. Og for det tredje bidrar en slik regulering til incentiver for økt innovasjon, siden det blir handelsfasilitetens tjenesteyting – og ikke konsesjonskategori – som blir konkurransefortrinn. Den fjerde fordel er at en slik tilnærming også er fremtidsrettet: En handelsfasilitet kan innovere måten sammenkobling av handelsinteresser skjer på, og den kan innovere hvilke øvrige tjenester den tilbyr – uten at dens prinsipielle funksjon (og dermed konsesjonskategori) forandrer seg. Det finnes ingen risiko for å «definere seg ut» av en konsesjonskategori ved å innovere markedsmodellen etter markedets behovet.²⁵⁹

Som vi ser vil en funksjonsorientert utforming av konsesjonssystemet kunne være et hensiktsmessig alternativ til den gjeldende konsesjonsordningen. Dette bringer oss til spørsmålet om et mer funksjonsorientert konsesjonssystem som skissert ovenfor, er gjennomførbart.

Den harmoniserte EU-reguleringen åpner ikke for en slik omlegging av det nasjonale konsesjonssystemet uten at endringene initieres på EU-nivå. På nåværende tidspunkt fremstår ikke et funksjonsorientert konsesjonssystem som et umiddelbart alternativ. Dette skyldes at de eksisterende konsesjonskategoriene er koblingsord²⁶⁰ som åpner for anvendelse av andre relevante direktiver.²⁶¹ Disse direktivene har stor betydning for utstederne av finansielle instrumenter, investorene og ikke minst finansmarkedet for øvrig. Til forskjell fra de fleste andre konsesjonsordninger inngår konsesjonsordningen for handelsfasiliteter som et ledd i en kompleks og fragmentert lovgivning på finansmarkedsområdet.

På sikt bør både nasjonal lovgiver og EU likevel se nærmere på denne muligheten, både av hensyn til et mer konsekvent og mindre komplekst konsesjonssystem og av hensyn til likere konkurransevilkår blant aktørene. Tanken har vært oppe i EU tidligere. Et funksjonsorientert konsesjonssystem var én av fire løsninger som ble foreslått av FESCO²⁶² da problemstillingen rundt reguleringen av ATS (dagens MHF) først kom på spissen.²⁶³ FESCO foreslo å erstatte det

²⁵⁶ Werlauff (2008) s. 87.

²⁵⁷ Macey (1999) s. 20 og s. 36.

²⁵⁸ *ibid.* s. 30.

²⁵⁹ Dersom det gjøres store endringer, f.eks. en handelsfasilitet som går fra å være bilateral til å operere som multilateral, kan det tenkes at den likevel må skifte konsesjonskategori også innen et funksjonsorientert konsesjonssystem. Dette avhenger av systemets nærmere utforming.

²⁶⁰ Koblingsord er ord i en viss systematiserende rolle, nærmere bestemt i deres rolle som formidlere mellom alternative rettsfakta og kumulative rettsfølger. Mer om koblingsordanalyser, se Eng (2007) s. 104 flg.

²⁶¹ Prospektivdirektivet (direktiv 2003/71/EF) og UCITS (direktiv 2009/65/EF) er eksempler på dette.

²⁶² The Forum of European Securities Commissions.

²⁶³ FESCO (2000) s. 16.



eksisterende «regulated market regime», med et såkalt «trading system regime» basert på «an analysis of the functions performed by trading systems of different kinds and the risks attached to each».²⁶⁴ En slik endring ble foreslått fordi:

«This option would involve a fundamental shift towards a broader «trading system» regime. It would open up the possibilities of achieving greater regulatory consistency for similar functionality, allowing more specific tailoring of regulation to specific risks and giving market service providers more flexibility in the activities for which they sought licences. This type of regime would cover the activities of exchanges, ATSS and, potentially, other trading systems.»²⁶⁵

Dette forslaget gikk man ikke videre med, fordi dette var den mest tidkrevende av de fire løsningene FESCO foreslo. FESCO foreslo i stedet en kortsiktig løsning.²⁶⁶ Dette skyldes delvis at det tidligere var usikkert om fremveksten av nye elektroniske handelsfasiliteter ville føre til en fragmentering og desentralisering av handelen, eller en ytterligere styrking av børsene og sentralisering av handelen. I dag vet vi at fremveksten av MHF-er og andre handelsfasiliteter har ledet til en desentralisering av finansmarkedet, og at slik desentralisering har økt både den globale og den lokale likviditeten.²⁶⁷

At MiFID II opererer med tre ulike kategorier av handelsfasiliteter, har vært fremhevet som en nødvendighet for at lovgiver skal kunne regulere alle former for eksisterende og fremtidige handelsfasiliteter.²⁶⁸ Etter min mening viser de stadige behovene for å legge til nye kategorier at dette snarere er motsatt: Lovgiver burde operert med en generell funksjonell konsesjonsplikt og deretter operert med kategorier med ulik reguleringsbyrde begrunnet i de funksjonelle forskjellene mellom ulike former for handelsfasiliteter. Også i høringsrunden til MiFID II er det aktører som har trukket frem kategoriutvidelsene som en ulempe fordi de gjør konsesjonssystemet mer komplekst.²⁶⁹

Selv om en omlegging av konsesjonssystemet ikke ser ut til å være nært forestående i EU, ser dette ut til å bli et tema for diskusjon i USA. Tidligere i år foreslo et flertall i SEC en gjennomgang av hvorvidt børs-kategorien bør reguleres annerledes grunnet den økte konkurransen på markedet for markedsplasser.²⁷⁰ Forslaget innebærer å lette på reguleringsbyrden som er pålagt amerikanske børser.²⁷¹ Hvorvidt det er grunnlag for å regulere handelsfasiliteter ulikt, eller om et funksjonsorientert konsesjonssystem bør innføres, vil bli et tema i den videre diskusjonen av SECs forslag.^{272 273} Som annen utvikling i USA på dette området de siste tiårene, kan også denne diskusjonen være utgangspunkt for et liknende initiativ i EU.

²⁶⁴ l.c.

²⁶⁵ FESCO (2000) s. 22.

²⁶⁶ ibid. s. 23.

²⁶⁷ Gresse (2012) s. 29. For mer om fragmenteringens innvirkning på europeiske børser, se CONSOB (2011).

²⁶⁸ ISDA (2012) s. 1.

²⁶⁹ NASDAQ OMX (2012) s. 1.

²⁷⁰ Bloomberg (2014)

²⁷¹ Amerikanske børser er pålagt flere særegne reguleringer enn europeiske børser, herunder selvregulerende myndighet. For en generell sammenlikning av markedsplasse-reguleringene i Europa og USA, se World Bank (2010).

²⁷² NYSE Euronext (2010) s. 8.

²⁷³ SIFMA (2013) s. 5-6.



7.3 Utvidelse av konsesjonsplikten grenser

7.3.1 Innledning

Spørsmålet i dette kapitlet er hvorvidt konsesjonsplikten bør utvides til også å omfatte de handelssystemene som ikke er konsesjonspliktige etter dagens ordning. I det følgende vil det først redegjøres for den allerede vedtatte utvidelsen av konsesjonsplikten gjennom en ny konsesjonskategori i EU («organisert handelsfasilitet»). Deretter vil behovet for en ytterligere utvidelse på nasjonalt plan for å omfatte handelsunderstøttende informasjonssystemer vurderes. Før jeg gjør dette, er det imidlertid nødvendig å skissere opp et bakteppe for diskusjonen av kategorien «organisert handelsfasilitet» (OHF)²⁷⁴.

Kommisjonen foreslo den 20. oktober 2011 omfattende endringer i MiFID gjennom et direktiv kalt MiFID II samt en separat verdipapirforordning kalt MiFIR.²⁷⁵ Forslagene adresserer viktige mangler ved MiFID og vil medføre flere endringer i organiseringen av handelen med finansielle instrumenter. Det er et sentralt formål bak endringene at handel i finansielle instrumenter skjer på «organised venues»²⁷⁶ og alle slike «venues are appropriately regulated», og det erkjennes at MiFID ikke «adequately captured» alle de nye formene for handelsfasiliteter.^{277 278} Gjennom slik regulering ønsker man å oppnå større før- og etterhandelsgjennomsiktighet på markedet,²⁷⁹ bl.a. ved innføring av et elektronisk system som kombinerer volum- og prisinformasjon fra forskjellige handelsfasiliteter og konsoliderer disse til en kontinuerlig informasjonsstrøm («consolidated tape»). Man ønsker også å sikre likere konkurransevilkår («level playing field») for funksjonelt like tjenester hvor tredjepartsinteresser bringes sammen.²⁸⁰

Det er krav etter MiFID II at virksomhet som «organisert handelsfasilitet» krever konsesjon som sådan, jf. MiFID II art. 5. Dette må ses i sammenheng med at direktivet krever at alle multilaterale systemer for finansielle instrumenter skal reguleres enten som «regulert marked», «multilateral handelsfasilitet» eller «organisert handelsfasilitet», jf. MiFID II art. 1 nr. 6. I likhet med dagens konsesjonssystem er konsesjonsvurderingen for organisert handelsfasilitet også utformet i to trinn: Først vurderes det om konsesjonsplikten utløses, og deretter hvorvidt konsesjon skal innvilges. I det følgende behandles konsesjonsplikten inntreden for organisert handelsfasilitet ved å analysere den rettslige definisjonen av den nye kategorien i kapittel 7.3.2. Det skal imidlertid først kort sies noe om kriteriene for å innvilges konsesjon som organisert handelsfasilitet og konsesjonsmyndighetens skjønnsutøvelse i henhold til dette.

Kriteriene for konsesjon som «organisert handelsfasilitet» er noe annerledes enn for de eksisterende handelsfasilitetskategoriene grunnet kategoriens særegne form for kobling av

²⁷⁴ Den engelske forkortelsen for organisert handelsfasilitet er OTF, og det er også denne forkortelsen som brukes i den engelske versjonen av direktivet og forordningen. I det følgende brukes OHF som norsk forkortelse i likhet med MHF (som er den norske ekvivalenten til forkortelsen MTF).

²⁷⁵ Dette var ikke helt i henhold til COM (2005) 629, hvor et hovedelement var reduksjon i lovgivningsaktiviteten på dette området. Reduksjonen ble begrunnet i behovet for en konsolideringsperiode. Dette endret seg likevel grunnet finanskrisen. For en bredere omtale, se NOU 2011:1 kap. 10 og Mydske (2011) pkt. 5.4.

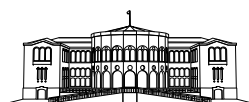
²⁷⁶ Omfatter regulert marked, multilateral handelsfasilitet og den nye kategorien organisert handelsfasilitet, jf. COM (2011) 656 pkt. 3.4.1.

²⁷⁷ MiFIR fortale pkt. 5a.

²⁷⁸ COM (2011) 656 pkt. 3.4.1.

²⁷⁹ MiFIR fortale pkt. 9.

²⁸⁰ COM (2011) 656 pkt. 3.4.1.



handelsinteresser, jf. b.la. MiFID II art. 20. Dette fordrer at andre virksomhetskrav må være oppfylt enn de kravene multilaterale handelsfasiliteter og regulerte markeder må overholde.

Med unntak av de kravene som er en nødvendig følge av OHF-ers særegenhet, er kriteriene for å innvilge konsesjon dog i stor grad like som for MHF-er. Begge kategoriene må følge bestemmelsene i den samme delen i MiFID II, jf. art. 1 nr. 6.²⁸¹ Det henvises derfor til redegjørelsen i kapittel 5.3.

Konsesjon som organisert handelsfasilitet skal ikke gis før konsesjonsmyndigheten er «fully satisfied» med at aktøren oppfyller alle nødvendige vilkår etter direktivet, jf. MiFID II art. 7 nr. 1. Både verdipapirforetak og markedsoperatører kan drive en OHF. I likhet med dagens rettstilstand for MHF-er, skal markedsoperatør av regulert marked få konsesjon til å drive organisert handelsfasilitet dersom vilkårene i direktivets kapittel II er oppfylt, jf. MiFID II art. 5 nr. 2. Etter MiFID II vil også skjønnsutøvelsen for konsesjonstildelingen til organisert handelsfasilitet ha samme karakter som den eksisterende skjønnsadgangen ved tildeling til regulert marked og multilateral handelsfasilitet. Det henvises derfor til fremstillingen i kapittel 4.4.

Direktivet oppstiller likevel, i motsetning til søknadsprosessen for regulert marked og MHF, en plikt for foretak som søker om konsesjon som OHF, til å gi en «detailed explanation» om hvorfor handelssystemet ikke faller innenfor de andre konsesjonskategoriene, jf. MiFID II art. 20 nr. 3. Dette har ingen formell betydning for skjønnsadgangen til konsesjonsmyndigheten, men i praksis vil denne bestemmelsen sørge for at konsesjonsmyndigheten i større grad må vurdere grensene til de ulike konsesjonskategoriene ved konsesjonstildelinger. Dette vil medføre mer skjønnsutøvelse fra Finansdepartementet og Finanstilsynets side sett opp mot dagens praksis. I tillegg til å vurdere hvilke vilkår som skal stilles, vil nok flere konsesjonsvedtak også begrunne hvorfor konsesjon innen en viss kategori er gitt.

7.3.2 «Organisert handelsfasilitet»

Spørsmålet i det følgende er hvilke markedsformer som faller inn under definisjonen av «organisert handelsfasilitet» og dermed blir konsesjonspliktige. Spørsmålet er relevant for å undersøke hvor stor utvidelse av konsesjonspliktens grenser som vil finne sted ved implementeringen av konsesjonskategorien «organisert handelsfasilitet» i norsk rett.

Organisert handelsfasilitet defineres etter MiFIR art. 2. nr. 1 pkt. 7 som:

«a multilateral system which is not a regulated market or MTF and in which multiple third-party buying and selling interests in bonds, structured finance products, emission allowances or derivatives are able to interact in the system in a way that results in a contract in accordance with the provisions of Title II. [uthevet her]»

Dette er en mye snevrere definisjon enn det opprinnelige forslaget fra Kommissjonen. Formålet med det opprinnelige forslaget var å «suitably regulate all organised trading occurring outside the current range of MiFID venues».²⁸² Forslaget omfattet alle organiserte former for handelssystemer, herunder bilaterale systemer, og var heller ikke begrenset til handelsfasiliteter hvor det kun handles fremmedkapitalinstrumenter.

²⁸¹ Se også MiFIRs fortale pkt. 22.

²⁸² Kommissjonen (2010) s. 9.



Etter ordlyden er definisjonen avgrenset negativt mot de eksisterende konsesjonskategoriene og søker å omfatte andre former for multilaterale handelssystemer enn dem som allerede omfattes av disse kategoriene. Den nye kategorien «organisert handelsfasilitet» kompletterer de eksisterende kategoriene for handelsfasiliteter.²⁸³ For å oppnå dette er organisert handelsfasilitet «broadly defined» i forordningen, slik at definisjonen kan omfatte «all types of organised execution and arranging of trading» som ikke korresponderer med «the functionalities or regulatory specifications of existing venues», jf. fortalens pkt. 7. Dette betyr at grensen for konsesjonsplikten blir lavere.

Som vi ser inneholder definisjonen en rekke elementer fra de eksisterende definisjonene av «regulert marked» og «multilateral handelsfasilitet». Det henvises derfor til kapittel 4.2.2 for en utførlig gjennomgang av disse vilkårene. Dette kapitlet vil i større grad fokusere på hva som skiller «organisert handelsfasilitet» fra de eksisterende konsesjonskategoriene. I det følgende gjennomgås de tre mest sentrale forskjellene.

7.3.2.1 Forskjell 1: Skjønnsmessig kobling av kjøps- og salgsinteresser i handelssystemet

Det sentrale skillet mellom «organisert handelsfasilitet» og de eksisterende konsesjonskategoriene er den funksjonelle koblingen av handelsinteresser.²⁸⁴ Mens regulert marked og MHF er pålagt å ha *objektive handelsregler*, utfører OHF transaksjoner på *skjønnsmessig basis*, jf. fortalens pkt. 8 og MiFID II art. 20 nr. 2. Det vil si at en OHF vil kunne matche de ordrene den selv synes passer best, i motsetning til å ha matematiske algoritmer til å gjøre dette. Til forskjell fra regulert marked og MHF, vil OHF også kunne begrense tilgang til handelsfasiliteten bl.a. ut i fra sin rolle og forpliktelser overfor egne klienter.²⁸⁵

En organisert handelsfasilitet kan utøve skjønn på to ulike nivåer.²⁸⁶ For det første kan det anvendes skjønn når en ordre plasseres eller trekkes fra handelssystemet, og for det andre kan det anvendes skjønn i avgjørelsen om ikke å matche en ordre med andre tilgjengelige ordre i systemet til en gitt tid, forutsatt at dette samsvarer med spesifikke instruksjoner fra klienten og med forpliktelser om «beste utførelse».^{287 288} Handelsfasiliteten må gjøre det klart overfor brukerne av systemet hvordan den vil utøve slikt skjønn.

Fordi en organisert handelsfasilitet utgjør en markeds plass, må det fortsatt gjelde et krav om at operatøren av markeds plasseren er nøytral. Derfor vil operatøren underlegges reguleringer som sikrer en ikke-diskriminerende utførelse av transaksjoner.²⁸⁹ Disse reguleringene må ses i lys av at alle handelsfasiliteter, inkludert OHF, skal ha transparente og ikke-diskriminerende regler om tilgang til handelsfasiliteten.²⁹⁰ Dette er en likhet med de eksisterende konsesjonskategoriene.

Skjønnssadgangen OHF har fått i koblingen av kjøps- og salgsinteresser, har vært kritisert for å gjøre førhandelsinformasjon fra slike handelsfasiliteter (som publiseres under

²⁸³ MiFIRs fortale pkt. 8.

²⁸⁴ 2011/0298 (COD) s. 125.

²⁸⁵ MiFID IIs fortale pkt. 12.

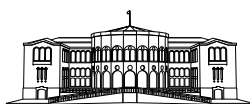
²⁸⁶ MiFIRs fortale pkt. 8.

²⁸⁷ MiFID II art. 20 nr. 2.

²⁸⁸ Skjønnnet på begge disse nivåene må utøves i samsvar med MiFID II art. 18 og art. 27.

²⁸⁹ MiFIRs fortale pkt. 8

²⁹⁰ MiFID IIs fortale pkt. 12.



samme rettslige regime som for regulerte markeder og multilaterale handelsfasiliteter) meningsløs med hensyn til prisformasjon og det øvrige informasjonsinnholdet.²⁹¹

Denne kritikken adresserer viktige spørsmål rundt utøvelsen av skjønnsadgangen ved kobling av handelsinteresser. Bedre gjennomsiktighet er som nevnt et av formålene bak MiFID II.²⁹² Dersom ordrene ikke matches i henhold til de forutsetningene førhandelsinformasjonen utgjør for formidling av ordren og de forventningene denne informasjonen skaper hos interessenten, kan nøyaktigheten til denne informasjonen bringes under tvil. Hvis kritikken skulle stemme, gir det grunn til at lovgiver skal være oppmerksom på de retts tekniske utfordringene den påpeker.

Jeg er likevel usikker på hvorvidt kritikken påpeker forhold som kan utgjøre reelle bekymringer rundt førhandelsinformasjon fra organisert handelsfasilitet. Det endelige svaret får vi ikke før det foreligger empiriske analyser av aktørenes oppfatning av denne informasjonen, og ikke minst hvordan handelsfasiliteten i praksis kobler sammen handelsinteresser. Dette avhenger av flere forhold, bl.a. hvor lang tid det går fra ordren kommer inn og til den kobles sammen med en annen ordre, hvor ofte handelsfasiliteten kan matche interessene til de prisene som fremgår av førhandelsinformasjonen, og ikke minst hvor likvid det enkelte markedet er. Sett i lys av denne kritikken, kan dårlig likviditet tenkes å slå ekstra hardt ut på nøyaktigheten til førhandelsinformasjonen fra organisert handelsfasilitet. Dette skyldes at prisene som gis som førhandelsinformasjon, da potensielt vil kunne avvike mer fra den endelige transaksjonen dersom det foreligger få handelsinteresser i systemet til noenlunde samme pris. På nåværende tidspunkt synes ikke mangler ved førhandelsgjennomsiktighet å være et problem ved reguleringen av organisert handelsfasilitet i seg selv, all den tid skjønnsadgangen er underlagt visse rettsregler – herunder krav om «beste utførelse».²⁹³ Følgelig er det ikke noe umiddelbart behov for at norsk lovgiver skal være særlig oppmerksom på disse utfordringene ved nasjonal implementering. Hvorvidt dette vil bli et problem i praksis, er noe tiden vil vise.

7.3.2.2 Forskjell 2: Kun omsetning av fremmedkapitalinstrumenter

Til forskjell fra de eksisterende konsesjonskategoriene er definisjonen av organisert handelsfasilitet funksjonelt begrenset til omsetning av såkalte fremmedkapitalinstrumenter. Det vil si at kun handelsfasiliteter hvor det handles f.eks. obligasjoner, strukturerte produkter, derivater mv. vil omfattes av definisjonen, mens markeds plasser for bl.a. aksjer faller utenfor. De eksisterende konsesjonskategoriene kan omsette ethvert instrument som faller innenfor definisjonen av «finansielle instrumenter», jf. vphl. § 2-2.

Det var stor diskusjon innad i EU hvorvidt OHF-kategorien skulle begrenses til fremmedkapitalinstrumenter, eller om den brede definisjonen Kommisjonen opprinnelige foreslo, som omfattet finansielle instrumenter generelt, skulle opprettholdes. En begrensning gikk på akkord med formålet bak Kommisjonens forslag om en ny OHF-kategori, som bl.a. var å omfatte de eksisterende BCN-ene som en undergruppe av OHF. EUs rapportør for endringene i MiFID, Markus Feber, uttalte om dette:

«Your rapporteur questions whether the creation of a new category is the right way to capture organised venues which are not caught by the already existing categories. In order not to create new loopholes he

²⁹¹ NYSE Euronext (2012) s. 3.

²⁹² MiFIR fortale pkt. 9.

²⁹³ MiFIRs fortale pkt. 8.



proposes to limit the OTF category to non-equities, and consequently adjusts the review clause to ensure that the need for and effect of this new category are reviewed.»²⁹⁴

Denne funksjonelle begrensningen reiser en interessant problemstilling om hvordan markedsplasser, hvor det både handles egenkapital- og fremmedkapitalinstrumenter, og som oppfyller de øvrige vilkårene av OHF-definisjonen, skal klassifiseres. Etter direktivets uttrykkelige funksjonelle begrensning er det utelukket at hele systemet blir konsesjonspliktig. Da er alternativene enten at kun fremmedkapitalomsetning på markedsplassen gjøres konsesjonspliktig, eller at hele virksomheten faller utenfor.

Etter min mening virker det sistnevnte alternativet å være mest naturlig. Det virker kunstig å kun regulere «halvparten» av en handelsfasilitet, og dette vil også volde store utfordringer i praksis. En slik forståelse av definisjonen ville i realiteten utvidet den til også å omfatte egenkapitalinstrumenter, siden vi her snakker om en markedsplass som må overholde organisatoriske krav, virksomhetskrav mv. Dette ville omgått EUs formål med å innskrenke definisjonen til kun fremmedkapitalinstrumenter.

7.3.2.3 Forskjell 3: «Matched principal»-handel og handel mot egen kapital

Hovedregelen for en «organisert handelsfasilitet» er at den, i likhet med regulert marked og MHF, ikke kan utføre transaksjoner mot sin proprietære kapital.²⁹⁵ Handelsfasiliteten må som utgangspunkt være en risikofri tilrettelegger i transaksjonene den utfører. Dette gjelder av hensyn til foretakets nøytralitet i forhold til transaksjonene som utføres på handelsfasiliteten, og for å forhindre interessekonflikter med egne klienter.²⁹⁶ Slik utførelse av transaksjoner er forbeholdt systematisk internaliserer.²⁹⁷ Her vises på mange måter skillet mellom de tre kategoriene for regulerte markedsplasser, og systematisk internaliserer.

Det finnes likevel visse tilfeller hvor en organisert handelsfasilitet kan utføre såkalt «matched principal»-handel og handel opp mot egen kapital.²⁹⁸ «Matched principal»-handel er en transaksjon hvor handelsfasiliteten går mellom kjøper og selger på en slik måte at den ikke utsettes for markedsrisiko ved utførelsen av transaksjonen, mens handelen overfor begge sider gjennomført samtidig eller så raskt som mulig og – transaksjonen gjennomføres til en pris – hvor handelsfasiliteten ikke har noen fortjeneste eller tap annet enn den forutbestemte provisjonen for transaksjonen, jf. MiFIR art. 2 nr. 7 aa. Slik handel regnes ikke som utførelse av transaksjoner mot sin proprietære kapital. Vilåret for å utføre handel mot egen kapital er strengere enn for å utføre «matched principal»-handel. Handel opp mot egen kapital tillates kun for visse gjeldsinstrumenter som mangler et likvid marked, jf. MiFID II art 20. nr. 1aa.

7.3.2.4 Sammenfatning

Som vi ser av drøftelsen ovenfor, skiller «organisert handelsfasilitet» seg fra de eksisterende konsesjonskategoriene «regulert marked» og «multilateral handelsfasilitet» på et funksjonelt plan. OHF-kategorien tilbyr en funksjonelt annerledes tjeneste enn de eksisterende

²⁹⁴ 2011/0298 (COD) s. 125.

²⁹⁵ MiFIRs fortalen pkt. 8

²⁹⁶ COM (2011) 656 pkt. 3.4.1.

²⁹⁷ Valiante (2012) s. 8.

²⁹⁸ MiFIRs fortale pkt. 8



konsesjonspliktige multilaterale handelssystemene: skjønnsmessig kobling av handelsinteresser. Regulert marked og multilateral handelsfasilitet kjennetegnes nettopp ved ikke-diskresjonær utførelse av transaksjoner. Enn så lenge er OHF-kategorien også funksjonelt begrenset til omsetning av fremmedkapitalinstrumenter. Dette betyr at vi for første gang i norsk rett får et klart funksjonelt skille mellom kategorier av multilaterale handelssystemer. Konsesjonsordningen i norsk rett har tradisjonelt vært institusjonsorientert, og ikke vært rent funksjonsorientert. Det blir den ikke etter gjennomføringen av MiFID II heller, men vi snakker nå i større grad om en symbiose av disse tilnærmingene.

Organisert handelsfasilitets forhold til de eksisterende konsesjonskategoriene kommer til å være et viktig tema ved implementeringen av MiFID II. OHF skiller seg mer fra de eksisterende kategoriene enn det MHF gjorde i sin tid.

Den nedre grensen til OHF-kategorien mot systematisk internaliserer går ved at disse ikke kan bringe sammen tredjepartsinteresser i kjøp og salg på funksjonelt samme måte som regulert marked, MHF og OHF, og derfor ikke formelt regnes som en handelsfasilitet.²⁹⁹ Dette strenge skillet blir noe mer uklart gjennom andre uttalelser fra Kommissjonen. Mens regulert marked og multilateral handelsfasilitet regnes som «execution platforms» som kun utfører transaksjoner for tredjeparter, pålegges både organisert handelsfasilitet og systematisk internaliserer et «best utførelse»-ansvar utover dette. Det betyr at de sistnevnte aktørene bl.a. må utføre transaksjonen over f.eks. en børs dersom dette gir et bedre resultat for deres klient, med mindre klienten gir en «execution only»-ordre.³⁰⁰ OHF får etter dette mer karakter av å være en megler enn en handelsfasilitet. Dette skyldes skjønnsadgangen slike handelsfasiliteter har ved utførelsen av transaksjoner. Direktivet omtaler likevel OHF som en handelsfasilitet, og utgangspunktet er uansett at det går et klart skille mellom de øvrige konsesjonskategoriene, herunder OHF, og systematisk internaliserer.

Tross utvidelsen av konsesjonspliktens grenser med en ny konsesjonskategori, er det vanskelig å se de umiddelbare konsekvensene av denne kategorien for eksisterende norske handelsfasiliteter. Selv om konsesjonsplikten er utvidet, er det fortsatt visse systemer som ikke blir konsesjonspliktige etter definisjonen av «organisert handelsfasilitet». Systemer som ikke legger til rette for eller utfører handel, f.eks. såkalte «bulletin boards» som brukes for å annonsere kjøps- og salgsinteresser, omfattes ikke av definisjonen. Heller ikke andre foretak som samler eller slår sammen potensielle kjøps- og salgsinteresser, driver elektroniske posthandelbekreftelsessystemer, eller tilbyr porteføljekompresjon omfattes.³⁰¹

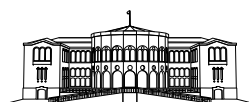
Dette betyr at dagens ikke-konsesjonspliktige systemer i Norge, særlig NOTC-listen og Nordic ABM, heller ikke i fremtiden vil bli konsesjonspliktige som organisert handelsfasilitet. NOTC-listen må regnes som et system som samler kjøps- og salgsinteresser, mens Nordic ABM i praksis mer har karakter av å være et informasjonssystem for utførte handler. Den nye konsesjonskategorien er nok mer relevant for store internasjonale aktører på de europeiske finansmarkedene som driver såkalte BCN. Det samme var tilfellet ved implementeringen av kategorien «systematisk internaliserer» i norsk rett.

Rekkevidden av OHF-kategorien har vært forsøkt kartlagt gjennom en sammenlikning med amerikanske «swap execution facilities» (SEF). Under lovforarbeidet var det mange som forsøkte å påpeke en likhet mellom EUs definisjon av OHF og amerikanske SEF. En «swap execution facility» defineres som en fasilitet, et handelssystem eller en handelsplattform hvor «multiple participants» kan «execute or trade swaps by accepting bids and offers made by other participants that are open to multiple participants in the facility or system, through any means of

²⁹⁹ COM (2011) 656 pkt. 3.4.1.

³⁰⁰ l.c.

³⁰¹ MiFIRs fortale pkt. 7.



interstate commerce».³⁰² I ettertid må det kunne sies at en slik sammenlikning av disse to kategoriene har lite for seg. Selv om definisjonen av SEF kan se ut til å likne på den vide betydningen av OHF som fremmes i MiFIRs fortale pkt. 16 a, er det vesentlige ulikheter mellom den europeiske kategorien OHF og den amerikanske kategorien SEF. Dette gjelder særlig grunnet OHFs adgang til diskresjonær kobling av handelsinteresser, og den noe større friheten SEF har til handel med proprietær kapital. For en fullstendig oversikt over ulikhetene mellom disse kategoriene, se Valiante (2012) s. 10 flg.

Grensene EU har valgt i definisjonen av organisert handelsfasilitet, har vært kritisert for å redusere effektiviteten til den nye kategorien. Kritikken går ut på at definisjonen opererer med så vage grenser at kategorien vil bli misbrukt av systemer som likner på bilaterale handelssystemer, men finner det mer hensiktsmessig å omtales som OHF og dermed kunne markedsføre seg under samme rettslige regime som regulert marked og MHF overfor investorer.³⁰³ Bakgrunnen for kritikken er at det nye rettslige regimet under MiFID II ikke prøver, i likhet med MiFID, å omfatte alle bilaterale handelssystemer.

Kritikken er etter min mening noe overdreven, sett i sammenheng med at systemet skal testes i første omgang – før definisjonen av organisert handelsfasilitet eventuelt utvides.³⁰⁴ Kritikken synes heller ikke å ta høyde for forpliktelsen handelsfasilitetene har til å begrunne hvorfor de søker konsesjon som «organisert handelsfasilitet», og ikke som multilateral handelsfasilitet eller regulert marked, jf. MiFID II art. 20 nr. 3. I tillegg må bilaterale handelssystemer som forsøker en slik omgåelse, oppfylle en rekke rettslige krav, og det er usikkert hvor attraktivt dette vil være for dem. Uansett må det sies at en omgåelse av lovverket, hvor en aktør pålegger seg selv flere rettslige krav gjennom konsesjon, er mindre betenkelig enn en omgåelse i motsatt retning, hvor aktøren ønsker å unndra seg rettslige krav.

Dessuten skal Kommisjonen etter en tidsperiode presentere en rapport for Parlamentet og Rådet om hvordan ordningen med organiserte handelsfasiliteter har fungert, jf. MiFID II art. 96 nr. 1 bokstav a. Denne rapporten skal bl.a. inneholde erfaringer fra tilsynet med denne markedsformen og hvorvidt definisjonen trenger justeringer. Det er naturlig at eventuelle omgåelser av den karakter Valiante sikter til, som skjer i prøveperioden, vil adresseres i en slik rapport. Erfaringene fra øvrig regulering på finansmarkedsområdet viser dessuten at det ofte trengs justeringer av rettslige reguleringer etter en tidsperiode, fordi alle de ulike reguleringene har gjensidig innvirkning på hverandre.

7.3.3 Handelsunderstøttende informasjonssystemer

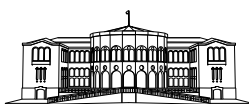
Som vi har sett har det allerede blitt vedtatt en utvidelse av konsesjonsplikten grenser for handelsfasiliteter, uten at denne utvidelsen har noen umiddelbare konsekvenser for norske markedsplasser. I dette kapitlet diskuteres en mer praktisk relevant utvidelse av konsesjonsplikten for norske aktører. Spørsmålet i dette kapitlet er hvorvidt den norske konsesjonsordningen på nasjonalt plan – uavhengig av grensene EU har satt for konsesjonsplikten inntreden – bør utvides til også å omfatte handelsunderstøttende informasjonssystemer.

Spørsmålet stilles i kjølvannet av unntakene Nordic ABM har fått av Finanstilsynet for investeringer fra institusjonelle investorer – særlig verdipapirfond – hvorvidt lovgiver bør ta konsekvensene av dette og utvide konsesjonsplikten for å sikre at denne markedsplassen blir

³⁰² Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (H. R. 4173) SEC 721 (50).

³⁰³ Valiante (2012) s. 8.

³⁰⁴ 2011/0298 (COD) s. 125.



underlagt offentlig regulering. Dette har en sammenheng med at Finanstilsynets unntak forutsetter en viss likviditet i instrumentene notert på Nordic ABM for at verdipapirfond skal få investere i dem, og lovgiver bør vurdere muligheten for selv å sikre slik likviditet gjennom tilfredsstillende rettslig regulering.

Den første problemstillingen dette spørsmålet reiser er hva et «handelsunderstøttende» informasjonssystem er, fordi konsesjonsplikten neppe bør omfatte alminnelige informasjonssystemer som f.eks. Bloomberg. Dernest er spørsmålet hvorvidt NOTC-listen og Nordic ABM er «handelsunderstøttende» informasjonssystemer.

Begrepet «handelsunderstøttende informasjonssystem» er ikke rettslig definert, og har heller ikke vært diskutert på lovgiverhold i Norge. Tilsynelatende har problemstillingen heller ikke vært oppe i Sverige. I den grad problemstillingen har vært diskutert i Skandinavia, har det skjedd i dansk juridisk litteratur. I det følgende oppstiller jeg noen kriterier for hvilke informasjonssystemer som kan anses som «handelsunderstøttende» på bakgrunn av diskusjonene i denne litteraturen.

Lau Hansen mener informasjon som gis med *henblikk* på å inngå en handel er «handelsunderstøttende» dersom den gis til de handelsinteresserte parter og inngår i deres *beslutningsgrunnlag*.³⁰⁵ Et informasjonssystem kan etter dette sies å være «handelsunderstøttende» dersom hensikten med informasjonsdistribusjonen er å koble sammen handelsinteresser, og informasjonen fra dette systemet inngår i de handlendes *beslutningsgrunnlag*.³⁰⁶ Dette avgrenser mot rent alminnelige informasjonskanaler.

Det er vanskelig å avgrense handelsunderstøttende informasjon fra annen informasjon *ex ante* transaksjonen. Først *ex post* kan man konstatere om informasjonen bidro til informasjonsmottagerens beslutning om å handle. Derfor må det også oppstilles et vilkår om at informasjonen etter sin art må være *egnet* til å inngå i partenes *beslutningsgrunnlag*.

Det må videre trekkes en grense nedad mot rene informasjonssystemer som kun gjengir kursrelevant informasjon, f.eks. oppnådde kurser eller årsregnskaper og annen utstederinformasjon.³⁰⁷ Et relevant vilkår her kan være at et handelsunderstøttende informasjonssystem selv må *samle* informasjonen direkte fra de handelsinteresserte parter og viderebringe denne, og ikke kun gjengi informasjon fra andre informasjonskanaler.³⁰⁸ Dette stemmer godt overens med Lau Hansens konstatering av at «handelsunderstøttende» systemer kjennetegnes ved at de er kursdrevet^{309 310 311}.

Et «handelsunderstøttende» informasjonssystem kan etter dette sies å være et kursdrevet informasjonssystem hvor de handelsinteresserte parter selv legger inn sine kjøps- og salgsinteresser, og hvor informasjonen i systemet har til hensikt – og etter sin art er egnet til – å inngå i *beslutningsgrunnlaget* for de handelsinteresserte partene. Informasjonssystemet må ha til formål at det skal skje en handel basert på denne informasjonen.

På bakgrunn av fremstillingen av NOTC-listen og Nordic ABMs virksomhet i kapittel 6, må disse informasjonssystemene anses å være «handelsunderstøttende». Begge systemene har til formål at det skal skje handler basert på informasjonen i systemet. Hovedformålet med

³⁰⁵ Lau Hansen (1999) s. 205.

³⁰⁶ Lau Hansen (1999) s. 226.

³⁰⁷ I.c.

³⁰⁸ Unntak her kan tenkes, f.eks. når et informasjonssystem er koblet direkte opp mot handelssystemet til en handelsfasilitet og samtidig tilbyr OTC-handel i de samme instrumentene.

³⁰⁹ «Quote-driven» (eng).

³¹⁰ Lau Hansen (1999) s. 120.

³¹¹ I Schaumburg-Müller (1993) omtales denne typen informasjonssystemer som «interessesystemer», jf. s. 36.



NOTC-listen da den ble opprettet i 1997, var nettopp å utvikle et handelsstøtte- og informasjonssystem for unoterte instrumenter, slik at man lettere kunne handle på mer markedsriktige kurser og gi markedet et bedre fundamentert kursbilde.³¹² At Nordic ABM kun gjengir etterhandelsinformasjon har liten betydning i denne sammenheng, da også slik informasjon er egnet til å gi et prisbilde – og hensikten med informasjonen er å understøtte handel.

Det neste spørsmålet er hvorvidt norsk lovgiver bør utvide konsesjonsplikten til å omfatte handelsunderstøttende informasjonssystemer, slik at NOTC-listen og Nordic ABM underlegges en viss offentlig regulering.³¹³

I utgangspunktet er drift av informasjonssystemer en virksomhet som faller utenfor det man tradisjonelt har omtalt som «børsvirksomhet», og har ønsket å regulere.³¹⁴ Dette tilsier en viss forsiktighet ved utvidelse av konsesjonsplikten.

En liknende problemstilling var aktuell i Storbritannia på midten av 1980-tallet, da det handelsunderstøttende systemet SEAQ (Stock Exchange Automated Quotations) ble etablert. SEAQ var et informasjonssystem, og all handel mellom aktørene skjedde bilateralt pr. telefon. Systemet har særlig vært diskutert i forhold til en eventuell utvidelse av børsidefinisjonen i Europa for å omfatte handelsunderstøttende informasjonssystemer.³¹⁵ I den grad problemstillingen rundt handelsunderstøttende informasjonssystemer har vært diskutert i norsk rett, har dette vært pga. SEAQ-I (SEAQ International). Det ble antatt at SEAQ-I som handelsunderstøttende informasjonssystem ville falle innenfor børsidefinisjonen i børsloven av 1988, og følgelig være konsesjonspliktig.³¹⁶

I Norge har også et handelsunderstøttende system, bevisst eller ubevisst, vært under børsregulering, nemlig Oslo Børs' handelsstøttesystem fra 1988. Systemet var et datastøttet informasjonssystem, hvor børsrepresentantene måtte avtale hver enkelt transaksjon seg imellom enten pr. telefon eller ved annen kontakt, og deretter registrere/bekrefte handelen elektronisk i handelsstøttesystemet.^{317 318} Ordrene her kunne undertiden være indikative og ikke-bindende.³¹⁹ Forskjellen fra NOTC-listen og Nordic ABM bestod likevel i at ordrene automatisk ble prioritert i systemet, men ble sluttet på telefon.³²⁰

Videre omfattet FESCOs forslag til en europeisk regulering av ATS-er også handelsunderstøttende informasjonssystemer («active bulletin boards»)^{321 322}. Verdipapirforetakenes Forbund gikk i mot dette forslaget og uttalte:

³¹² Rognlien (2009) s. 2.

³¹³ Det kan stilles spørsmål ved om en slik utvidelse vil være en restriksjon i forhold til de fire friheter. Dette spørsmålet faller utenfor rammene av dette notatet, jf. kapittel 1.2, og jeg går ikke nærmere inn på problemstillingen her.

³¹⁴ Werlauff (2008) s. 87.

³¹⁵ Lau Hansen (1999) s. 165.

³¹⁶ Bergo (1998) s. 119.

³¹⁷ NOU 1999: 3 s. 114.

³¹⁸ Også Københavns Fondsbørs har tidligere tatt i bruk et handelsunderstøttende informasjonssystem kalt COSI (Copenhagen Stock Exchange International). Her kunne børsmeglerselskapene legge inn kjøps- og salgsinteresser, men ikke handle via systemet, jf. Nordisk Ministerråd (1992) s. 20.

³¹⁹ NOU 1999: 3 s. 117.

³²⁰ *ibid.* s. 72.

³²¹ FESCO (2000) s. 5.

³²² Definisjonen ble senere snevret vesentlig inn, og ekskluderte slike informasjonssystemer. CESR (2002) s. 20.



«It is unclear what is meant by semi-automated systems, not at least in relation to systems that provides information on quotes and trades as a basis for brokers trading, often operated by information vendors and other companies that are not investment services companies. *In our opinion regulatory authorities shall not have any right or obligation to regulate such companies and systems.*»³²³

Jeg er ikke enig i dette. Eksempelene ovenfor viser at handelsunderstøttende informasjonssystemer har vært konsesjonspliktige i Europa. Det må regnes å være en lovgiveroppgave å stille krav til informasjonsplikter og kvalitetssikre informasjonsflyten på handelsunderstøttende informasjonssystemer, dersom lovgiver skulle finne grunn til det. Det er ingenting som tilsier at lovgiver prinsipielt skal være avskåret fra dette. En annen vurdering er hvorvidt lovgiver finner det hensiktsmessig å regulere slike systemer, men dette er ikke et spørsmål om lovgiver generelt er berettiget til å regulere denne formen for systemer. Også handelsunderstøttende informasjonssystemer inneholder risiko som det kan være hensiktsmessig å regulere, herunder potensial for prismanipulasjon, manglende gjennomsiktighet, og risiko for manglende oppfyllelse av transaksjoner.³²⁴

Det avgjørende spørsmålet for om «handelsunderstøttende» informasjonssystemer bør underlegges offentlig regulering, er hvorvidt det er noen tungtveiende grunner for å underlegge dem organisatoriske krav og virksomhetskrav for å oppfylle formålet i børsloven og verdipapirhandeloven. Konsesjonsplikt vil bidra til å kvalitetssikre informasjonen disse systemene presenterer, og sikre et bedre beslutningsgrunnlag for investorer.³²⁵ Dette ville sikret tillit i markedet, noe som er en viktig forutsetning for de unntakene Finanstilsynet har gitt Nordic ABM.

Dette var også noe av begrunnelsen bak at SEC underla OTC Bulletin Board (OTCBB), som tilsvarer NOTC-listen i Norge, rettslig regulering under Securities Exchange Act av 1934. Selskapene som er notert på OTCBB, har etter dette informasjonsforpliktelser overfor SEC. Selskaper som ikke oppfyller disse forpliktelsene, fjernes fra OTCBB. Den andre store OTC-listen i USA kalt OTC Markets (OTC Link LLC) er, til forskjell fra OTCBB, registrert som «broker-dealer» og underlagt konsesjon som «alternative trading system» (den amerikanske ekvivalenten til «multilateral handelsfasilitet»), fordi informasjonssystemet tilbyr en viss samhandling mellom kjøps- og salgsinteresser.

Utvidelsen av den rettslige reguleringen førte til at hele 2 600 selskaper ble fjernet fra OTCBB, og aksjene deres ble tvunget over til ren OTC-handel hvor det ikke forelå noen rapporteringsforpliktelser overfor SEC. Dette var små selskaper som ikke kunne ta de økte kostnadene med fortsatt OTCBB-notering. For majoriteten av OTCBB-listede selskaper innebar en utvidelse av reguleringen flere ulemper enn fordeler.³²⁶ Disse selskapene opplevde en nedgang i likviditeten i sine aksjer etter at de ble fjernet fra OTCBB. De selskapene som derimot valgte å underlegges den nye reguleringen, og dermed forble notert på OTCBB, opplevde økt likviditet.³²⁷ Trolig skyldes dette økt tillit til OTCBB hos investorene.³²⁸

Som vi ser er konsekvensene av en utvidet regulering noe usikre, og peker i ulike retninger avhengig av selskaps sammensetningen hos informasjonssystemet. En tilsvarende

³²³ NFMF (2001) s. 2.

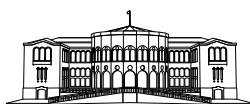
³²⁴ Friedman (2001) s. 6-6.

³²⁵ Freidman diskuterer hva slike reguleringer mer konkret kan innebære, se Freidman (2011) s. 6-14 flg.

³²⁶ Leuz (2005) s. 261.

³²⁷ l.c.

³²⁸ l.c.



analyse av NOTC-listen eller Nordic ABM er naturlig nok ikke gjort, og det er derfor vanskelig å konkludere med hvilke virkninger en eventuell utvidelse av konsesjonsplikten vil ha for disse systemene. Det er vanskelig å si om offentlig regulering hadde ført til en reduksjon eller økning i likviditeten på dette markedet.³²⁹

I tillegg foreligger det allerede en viss regulering av OTC-markedet i Norge, og det virker derfor heller ikke å være et presserende behov for ytterligere regulering.³³⁰ Behovet for offentlige krav til organisasjons- og virksomhetsforhold hos informasjonssystemene er også begrenset, sett i forhold til handelsfasiliteter. Slike systemer har hverken samme risikoeksponering, kostnadsbilde eller interessekonflikter som handelsfasiliteter. I seg selv fordrer ikke handelsunderstøttende informasjonssystemer regulering av markedsovervåking, innsidehandel, kapitalkrav mv. da handelen like gjerne kunne vært gjort OTC.

NOTC-listen og Nordic ABM må etter de gjeldende forholdene på finansmarkedet anses som positive tilskudd som skaper likviditet og prisformasjoner i forholdsvis utfordrende markeder. Det foreligger ikke nok empirisk grunnlag eller presserende problemstillinger til en konklusjon om konsesjonsplikten bør utvides til å omfatte disse systemene. Unntakene Finanstilsynet har innvilget Nordic ABM forutsetter en viss likviditet i instrumentene notert på dette systemet, og det må forutsettes at tilsynet følger opp denne forutsetningen.

Konklusjonen må etter dette bli at det ikke foreligger nok empirisk grunnlag til å hverken foreslå eller fraråde en utvidelse av konsesjonsplikten til også å omfatte handelsunderstøttende informasjonssystemer. Det er likevel et behov for at lovgiver er oppmerksom på de potensielle problemstillingene slike systemer skaper i lys av markedsforholdene på det norske finansmarkedet, og løpende vurderer behov for å underlegge slike systemer offentlig regulering, særlig fordi disse problemstillingene tilsynelatende ikke har vært problematisert på lovgiverhold tidligere.

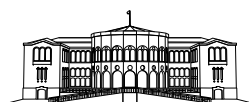
8 AVSLUTNING

Dette notatet har påvist en rekke utfordringer ved det gjeldende konsesjonssystemet for handelsfasiliteter. Notatets kapittel 3-6 har i hovedsak bestått i en redegjørelse av det eksisterende konsesjonssystemet, med løpende vurderinger av regelverket. Det kan på bakgrunn av denne redegjørelsen konkluderes med at konsesjonsplikten i norsk rett som utgangspunkt er funksjonell, men neppe kan sies å være funksjonell i alle henseende. Som notatets innledning gir uttrykk for, skaper den økte konkurransen på markedet for markedsplasser nye problemstillinger for konsesjonssystemet. Vi har sett at disse problemstillingene hovedsakelig relateres til konsesjonssystemets utforming og utstrekning. I notatets kapittel 7 har jeg kommet med noen alternativer som adresserer disse problemstillingene, og vurdert hvorvidt disse alternativene er gjennomførbare. På bakgrunn av disse vurderingene mener jeg det er grunnlag for å gjennomgå konsesjonsordningen for handelsfasiliteter og vurdere om det er aktuelt å gjøre endringer i denne. Hvorvidt endringene bør gjennomføres, er imidlertid et åpent spørsmål. Dette bør besvares etter en bredere gjennomgang av ulike hensyn og vil bero på en avveining av disse.

Selv om gode grunner taler mot den utformingen som er valgt i fellesskapsretten (og følgelig i norsk rett) gjennom MiFID, må dette bildet nyanseres noe ut i fra formålet med

³²⁹ Undersøkelser viser dog at høyt ansatte handelsfasiliteter har markant bedre likviditet enn andre handelsfasiliteter, se nærmere ECGI (2013).

³³⁰ Se nærmere Rognlien (2009).



konsesjonssystemet. Det avgjørende for hvorvidt det gjeldende konsesjonssystem er hensiktsmessig må være de vurderingskriteriene som det ble redegjort for innledningsvis i denne delen. Konsesjonssystemets hovedoppgave er å kvalitetssikre at markedets aktører bidrar til å oppfylle de funksjoner handelsfasiliteter har på finansmarkedet. At flere av problemstillingene som er drøftet i dette notatet, i større grad har oppstått i andre land enn Norge, kan tyde på at konsesjonssystemet fremstår som egnet for det norske markedet.^{331 332} Når jeg likevel mener at det er grunnlag for en gjennomgang av konsesjonsordningen, skyldes det at notatet har påvist forhold ved ordningen som ikke er hensiktsmessige. Som gjennomgangen har vist, er konsesjonsordningen i dag unødig kompleks og konsesjonskategorienes utforming diskuterbar. I tillegg har vi sett at begrunnelsene for utformingen av det eksisterende konsesjonssystemet ikke er helt overbevisende. Dette reiser spørsmål om dagens konsesjonsordning er det rette styringsmiddelet på dette området eller om lovgiver bør se på mer hensiktsmessige alternativer.

I hvilken grad lovgiver skal gjøre endringer i det eksisterende systemet beror på flere hensyn. Notatet må her ses i sammenheng med eksisterende litteratur om virksomhetsreglene for handelsfasiliteter.³³³ Selv om problemstillingene ved dagens konsesjonssystem kan løses gjennom en utforming og utstrekning som sikrer bedre sammenheng i systemet, kan alternative løsninger til disse problemstillingene også finnes ved en gjennomgang av virksomhetsreglene for handelsfasiliteter. Likere virksomhetskrav kan også tenkes å sikre mer effektiv konkurranse. Det mest hensiktsmessige er også å foreta en samfunnsøkonomisk vurdering av hvilken påvirkning konsesjonssystemet har på konkurransen på markedet for markedsplasser. De konsesjonsrettslige reglene vil her kunne analyseres som incentiver i aktørens beslutningsgrunnlag. Dette vil gi lovgiver et bedre grunnlag for vurderingen av konsesjonssystemets utforming og utstrekning, enn en strengt rettslig analyse.

I tillegg vil spørsmålet om hvorvidt endringer skal gjennomføres avhenge av bl.a. rettspolitiske vurderinger. Særlig går det et skille mellom å anse markedet for markedsplasser som selvregulerende, og det å anse det som en grunnleggende lovgiveroppgave å pålegge handelsfasiliteter reguleringer. Tendensen både i USA og i Europa har gått i retning av sistnevnte synsvinkel, særlig i kjølvannet av finanskrisen. De nylig vedtatte rettsaktene MiFID II/MiFIR illustrerer dette ved at de markerer et brudd med EUs opprinnelige holdning om mindre lovgivning på finansområdet de kommende årene.³³⁴ Ikke minst må en vurdering ta høyde for den fragmentariske karakteren til finansmarkedslovgivingen. En grunnleggende endring av konsesjonssystemet for handelsfasiliteter vil også kreve tilsvarende endringer i annet regelverk.³³⁵

Innledningsvis i dette notatet stilte jeg spørsmål om i hvilken retning konsesjonsordningen påvirker, eller kan brukes til å påvirke, konkurransen mellom disse handelsfasilitetene. Vi har sett at konsesjonsmyndigheten neppe har anledning til å påvirke

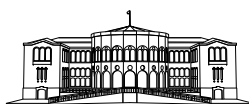
³³¹ Dette har nok delvis sammenheng med den lave etableringsaktiviteten i Norge. Og delvis skyldes det nok de betydelige eierinteressene Oslo Børs har i (konkurrerende) norske handelsfasiliteter. Oslo Børs har eierinteresser i bl.a. Nordic ABM (ikke-konsesjonspliktig), Oslo Axess (regulert marked), Burgundy (MHF) og Oslo Connect (MHF).

³³² Vi har også sett at Oslo Børs forventer «fortsett sterk konkurranse innen børsvirksomheten» i tiden fremover, jf. Oslo Børs (2014) s. 3. Oslo Børs' utenlandske konkurrenter, herunder BATS Chi-X Europe, trenger ikke konsesjon etter de norske reglene.

³³³ Se Bergo (2008), Myklebust (2011) og Casey (2009). Komparativt, se Andersen (2011b).

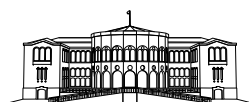
³³⁴ Se COM (2005) 629 for EUs ambisjon om lavere lovgivningsaktivitet på finansmarkedsområdet.

³³⁵ Nettopp derfor ble løsningen om funksjonsorienterte konsesjonskategorier ikke fremmet av FESCO, jf. FESCO (2000) s. 22.



konkurransen på markedet ved å ta konkurransehensyn ved konsesjonstildelinger. Konsesjonssystemet bidrar likevel selv, gjennom kvalitetssikring av aktører, til å danne et grunnlag for konkurransen på markedet for markedsplasser. I denne relasjon kan konkurransen påvirkes gjennom utformingen av de rettslige reguleringene på området. Slike endringer må nok foretas på EU-nivå.

Lovgivningsaktiviteten hos EU går i retning av et stadig mindre handlingsrom for nasjonale tilpasninger på dette området. Utviklingen har vært tydelig fra minimumsdirektivet ISD, til en vesentlig totalharmonisering med MiFID, og til en vedtagelse av endringer som delvis består i en forordning (MiFIR) og delvis i et direktiv av samme karakter som MiFID (MiFID II). De nye rettsaktene, og det etterfølgende lovforarbeidet med å implementere disse endringene, gir likevel norsk lovgiver en passende mulighet til å vurdere konsesjonssystemet for handelsfasiliteter på et mer overordnet plan. Selv om det nasjonale handlingsrommet til å foreta endringer neppe er stort nok til at hensiktsmessige nasjonale løsninger er aktuelle, har en bredere vurdering av konsesjonssystemet en verdi i seg selv – både av hensyn til en mer kvalifisert oppfatning rundt problemstillingene som allerede foreligger, og av hensyn til politisk påvirkning på fremtidige endringer på EU-nivå.

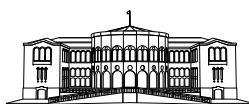


KILDER

Lover

Lest og sitert fra www.lovdato.no

1931	Lov om børser (børsloven) av 19. juni 1931 nr. 19.
1961	Lov om sparebanker (sparebankloven) av 24. mai 1961 nr. 1.
1961	Lov om forretningsbanker (forretningsbankloven) av 24. mai 1961 nr. 2.
1967	Lov om behandlingsmåten i forvaltningssaker (forvaltningsloven) av 10. februar 1967.
1981	Lov om verdipapirfond (verdipapirfondloven) av 12. juni 1981 nr. 52.
1988	Lov om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner (finansieringsvirksomhetsloven) av 10. juni 1988 nr. 40.
1988	Lov om verdipapirbørs (børsloven) av 17. juni 1988 nr. 57.
1990	Lov om produksjon, omforming, overføring, omsetning, fordeling og bruk av energi m.m. (energiloven) av 29. juni 1990 nr. 50.
1992	Lov om gjennomføring i norsk rett av hoveddelen i avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS) m.v. (EØS-loven) av 27. november 1992 nr. 109.
1997	Lov om aksjeselskaper (aksjeloven) av 13. juni 1997 nr. 44.
1997	Lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven) av 13. juni 1997 nr. 45.
1997	Lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) av 19. juni 1997 nr. 79.
2000	Lov om børsvirksomhet m.m. (børsloven) av 17. november 2000 nr. 80.
2002	Lov om registrering av finansielle instrumenter (verdipapirregisterloven) av 5. juli 2002 nr. 64.
2004	Lov om konkurranse mellom foretak og kontroll med foretakssammenslutninger (konkurranseloven) av 5. mars 2004 nr. 12.
2005	Lov om forsikringsselskaper, pensjonsforetak og deres virksomhet mv. (forsikringsvirksomhetsloven) av 10. juni 2005 nr. 44.
2006	Lov om rett til innsyn i dokument i offentlig verksemd (offentleglova) av 19. mai 2006 nr. 16.
2007	Lov om regulerte markeder (børsloven) av 29. juni 2007 nr. 74.
2007	Lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) av 29. juni 2007 nr. 75.
2011	Lov om verdipapirfond (verdipapirfondloven) av 25. november 2011 nr. 44.



Forskrifter

Lest og sitert fra www.lovdato.no

1997	Forskrift om kapitalforvaltning i forsikringsselskaper av 23. april 1997 nr. 377.
2007	Forskrift om regulerte markeder (børsforskriften) av 29. juni 2007 nr. 875.
2007	Forskrift om livsforsikringsselskapers og pensjonsforetaks kapitalforvaltning av 12. desember 2007 nr. 1457.

Forarbeider

Lest og sitert fra www.regjeringen.no

NOU

NOU 1996: 2	<i>Verdipapirhandel</i>
NOU 1999: 3	<i>Organisering av børsvirksomhet m.m.</i>
NOU 2006: 3	<i>Om markeder for finansielle instrumenter (Gjennomføring av MiFID og transparencydirektivet)</i>
NOU 2011: 1	<i>Bedre rustet mot finanskriser</i>
NOU 2012: 2	<i>Utenfor og innenfor (Europautredningen)</i>

Proposisjoner

Ot.prp. nr. 41 (1986-1987)	<i>Lov om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner (finansieringsvirksomhetsloven).</i>
Ot.prp. nr. 73 (1999-2000)	<i>Om lov om børsvirksomhet m.m. (børsloven).</i>
Ot.prp. nr. 56 (2000-2001)	<i>Om lov om endringer i lov 29. juni 1990 nr. 50 om produksjon, omforming, overføring, omsetning og fordeling av energi m.m. (energiloven).</i>
Ot.prp. nr. 6 (2003-2004)	<i>Om lov om konkurranse mellom foretak og kontroll med foretakssammenslutninger (konkurranseloven) B) Om lov om gjennomføring og kontroll av EØS-avtalens konkurranseregler mv. (EØS-konkurranseloven).</i>
Ot.prp. nr. 12 (2004-2005)	<i>Om lov om endringer i verdipapir handelsoven og enkelte andre lover (gjennomføring av markeds misbruksdirektivet mv.).</i>
Ot.prp. nr. 68 (2004-2005)	<i>Om lov om forsikringsselskaper, pensjonsforetak og deres virksomhet mv. (forsikringsloven).</i>
Ot.prp. nr. 34 (2006-2007)	<i>Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelsoven) og lov om regulerte markeder (børsloven).</i>
Prop. 87 L (2013-2014)	<i>Endringer i børsloven og verdipapirhandelsoven mv. og lov om kredittvurderingsbyråer.</i>



Innstillinger til Stortinget

Lest og sitert fra www.stortinget.no

Innst.O. nr. 83 (1996-1997) *Om lov om verdipapirhandel.*

Stortingsdokumenter

Lest og sitert fra www.stortinget.no

Dokument nr. 15:152 *Skriftlig spørsmål fra Børge Brende (H) til finansministeren.*
(1997-1998)

Rettspraksis

Lest og sitert fra www.lovdato.no

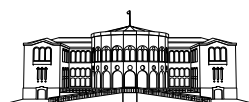
Rt. 1935 s. 815 *Middagsbørsen*

Vedtak m.v. fra Finansdepartementet

1998	Brev av 17. mars 1998.
2002	Brev av 5. mars 2002, ref. 01/4132 FM HD.
2002	Brev av 5. mars 2002, ref. 01/4778 FMA JOE.
2005	Brev av 4. februar 2005, ref. 05/145 FM CN.
2005	Brev av 10. november 2005, ref. 05/3406 FM HD.
2006	Brev av 20. desember 2006, ref. 06/3424 FM AIB.
2007	Brev av 2. mars 2007, ref. 06/3615 FM ToM.
2007	Brev av 11. mai 2007, ref. 06/5419 FM AIB.
2007	Delegasjonsvedtak av 3. oktober 2007.
2009	Brev av 13. mars 2009, ref. 08/3671 FM IG.
2010	Brev av 12. mai 2010, ref. 09/5622 PCB.

Vedtak m.v. fra Finanstilsynet

1997	Rundskriv om tolkninger og presiseringer vedrørende forskrift av 23. april 1997 nr. 377 om forsikringsselskapers kapitalforvaltning.
2005	Brev av 4. mai 2005, ref. 05/1182.
2005	Brev av 1. juli 2005, ref. 05/1182.
2005	Brev av 21. desember 2005, ref. 05/11756.
2007	Tilråkning av 19. februar 2007, ref. 06/6240.
2008	Tilråkning av 29. august 2008, ref. 08/8756.
2009	Konsesjon av 13. oktober 2009, ref. 09/3128.
2013	Konsesjon av 18. mars 2013, ref. 12/4113.
2013	Brev av 22. mai 2013, ref. 13/5777.



Bransjestandarder

- 1998 VFFs bransjestandard av 27. mai 1998.
1999 VFFs bransjestandard av 15. februar 1999.

Traktater

Lest og sitert fra www.lovdata.no

- 1992 Avtale om det europeiske samarbeidsområdet (EØS-avtalen).

EU-direktiver

Lest og sitert fra eur-lex.europa.eu

- Direktiv 1993/22/EØF Rådets direktiv 93/22/EØF af 10. maj 1993 om investeringsservice i forbindelse med værdipapirer.
- Direktiv 2001/34/EF Europa-parlamentets og Rådets direktiv 2001/34/EF af 28. maj 2001 vedrørende betingelserne for værdipapirers optagelse til officiel notering på en fondsbørs samt oplysninger, der skal offentliggøres om disse værdipapirer.
- Direktiv 2003/6/EF Europa-parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF af 28. januar 2003 om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmissbrug).
- Direktiv 2003/71/EF Europa-parlamentets og Rådets direktiv 2003/71/EF af 4. november 2003 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel, og om ændring af direktiv 2001/34/EF.
- Direktiv 2004/39/EF 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.
- Directive 2006/73/EC Commission directive 2006/73/EC of 10 August 2006 implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive.
- Direktiv 2009/65/EF Europa-parlamentets og Rådets direktiv 2009/65/EF af 13. juli 2009 om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter).
- MiFID II *Directive of The European Parliament and The Council on markets in financial instruments repealing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council and amending Directive 2011/61/EU on Alternative Investment Fund Managers and Directive 2002/92/EC on insurance mediation* Publisert 17. februar 2014.
<http://register.consilium.europa.eu/doc/srv?l=EN&t=PDF&gc=true&sc=false&f=ST%206406%202014%20ADD%20>



EU-forordninger

Lest og sitert fra eur-lex.europa.eu

Forordning nr. 1287/2006 Kommisjonens forordning (EF) Nr. 1287/2006 af 10. august 2006 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF for så vidt angår registreringsforpligtelser for investeringsselskaber, indberetning af transaktioner, markedsgennemsigtighed, optagelse af finansielle instrumenter til handel samt definitioner af begreber med henblik på nævnte direktiv.

MiFIR

Regulation of The European Parliament and The Council on markets in financial instruments repealing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council and amending Directive 2011/61/EU on Alternative Investment Fund Managers and Directive 2002/92/EC on insurance mediation Publisert 17. februar 2014.

<http://register.consilium.europa.eu/doc/srv?l=EN&t=PDF&gc=true&sc=false&f=ST%206406%202014%20ADD%20>

EU-domstolen

Lest og sitert fra eur-lex.europa.eu og curia.europa.eu.

Sak C-98/01 *Commission of the European Communities v United Kingdom of Great Britain and Northern Ireland*. Saml. 2003. I-04641.

Sak C-248/11 *Nilas and Others*. Ikke publisert.

EFTA-domstolen

Lest og sitert fra www.eftacourt.int

Sak E-9/11 *EFTA Surveillance Authority v The Kingdom of Norway*. EFTA Court Report 2012 p. 442.

EU-forarbeider

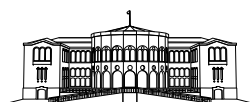
Lest og sitert fra eur-lex.europa.eu og europa.eu.

COM (2000) 729 *Upgrading The Investment Service Directive (93/22/EEC)*. Brussel, 15.11.2000.

COM (2002) 625 *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on investment services and regulated markets, and amending Council Directives 85/611/EEC, Council Directive 93/6/EEC and European Parliament and Council Directive 2000/12/EC*. Brussel, 25.03.2003. Levert 19.11.2002.

COM (2005) 629 White Paper. *Financial Services Policy 2005-2010*. Brussel, 1.12.2005.

Kommisjonen (2010) Public Consultation. *Review of The Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)*. 8. desember 2010.



COM (2011) 656	<i>Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments repealing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council.</i> Brussel, 20.10.2011.
2011/0298 (COD)	<i>Draft Report on the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments repealing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council (recast).</i> 16.3.2012.
MEMO/14/305	<i>Markets in Financial Instruments Directive (MiFID II): Frequently Asked Questions.</i> Brussel, 15.04.2014.

Retningslinjer fra ESMA

Lest og sitert fra www.esma.europa.eu

ESMA (2012)	<i>Systemer og kontrolforanstaltninger i et automatiseret handelsmiljø for handelsplatforme, investeringselskaber og kompetente myndigheder.</i> 24 . februar 2012.
-------------	---

Skandinaviske lover

Lest og sitert fra www.riksdagen.se og

Börs- och clearinglag	Lag om börs- och clearingverksamhet (1992:543) [Sverige]
Verdipapirhandellov	Verdipapirhandeloven nr. 108 av 7. februar 2007 [Danmark]

Skandinaviske forarbejder

Lest og sitert fra www.riksdagen.se og

Prop. 1991/92:113	<i>Om ny börslagstiftning m.m.</i> [Sverige]
-------------------	--

Amerikansk regelverk

Lest og sitert fra www.sec.gov

Dodd-Frank Act	Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (H. R. 4173)
Regulation ATS	Regulation of Exchanges and Alternative Trading Systems
Regulation NMS	Regulation of National Market System
Securities Exchange Act	Securities Exchange Act of 1934.

United States Courts of Appeals

923 F.2d 1270	<i>Board of Trade of the City of Chicago and Chicago Mercantile Exchange v. SEC.</i> 7th Cir., 1991.
---------------	--



Bøker

- Afrell (1998) Afrell, Lars, Håkan Klahr og Per Samuelsson. *Lärobok i kapitalmarknadsrätt*. Norstedts Juridisk AB, 1998.
- Akhtar (2002) Akhtar, Shamshad. *Demutualization of stock exchanges*. Asian Development Bank, 2002.
- Andersen (2011a) Andersen, Paul Krüger og Nis Jul Clausen. *Børsretten I*. 4. udgave. Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2011.
- Andersen (2011b) Andersen, Paul Krüger og Nis Jul Clausen. *Børsretten II*. 4. udgave. Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2011.
- Bergo (1998) Bergo, Knut. *Børs- og verdipapirrett*. Cappelen Akademisk forlag, 1998.
- Bergo (2008) Bergo, Knut. *Børs- og verdipapirrett*. 3. udgave. Cappelen Akademisk forlag, 2008.
- Casey (2009) Casey, Jean-Pierre og Karel Lannoo. *The MiFID revolution*. Cambridge University Press, 2009.
- Eckhoff (2006) Eckhoff, Torstein og Eivind Smith. *Forvaltningsrett*. 8. udgave. Universitetsforlaget, 2006.
- Eckhoff (2001) Eckhoff, Torstein og Jan E. Helgesen. *Rettskildelære*. 5. udgave. Universitetsforlaget, 2001.
- Eide (2008) Eide, Erling og Endre Stavang. *Rettsøkonomi*. Cappelen Damm AS, 2008.
- Eng (2007) Eng, Svein. *Rettsfilosofi*. Universitetsforlaget, 2007.
- EØS-rett (2004) *EØS-rett*. Fredrik Sejersted ... [et al.]. 2. udgave. Universitetsforlaget, 2004.
- Ferran (2012) Eilís Ferran ... [et al.]. *The Regulatory Aftermath of the Global Financial Crisis*. Cambridge University Press, 2012.
- Friedman (2001) Friedman, M. Howard. *Securities regulation in cyberspace*. 3. udgave. Aspen Publishers, 2001.
- Harrison (2014) Harrison, David. *Competition Law and Financial Services*. Routledge, 2014.
- Lau Hansen (1999) Lau Hansen, Jesper. *Fondsboersen*. Greens&Jura Akademisk Forlag, 1999.
- Myklebust (2011) Myklebust, Trude. *Innføring i finansmarkedsrett*. Fagbokforlaget, 2011.
- Rose (2007) Rose, S. Peter og Milton H. Marquis. *Money and Capital Markets*. 10. udgave. McGraw-Hill/Irwin, 2007.
- Schaumburg-Müller (1993) Schaumburg-Müller, Peer og Erik Bruun Hansen. *Dansk børsret*. Gads Forlag, 1993.
- Schaumburg-Müller (2003) Schaumburg-Müller, Peer. *Dansk børsret 1. del*. Gads Forlag, 2003.
- Werlauff (2008) Werlauff, Erik og Peter Schaumburg-Müller. *Børs- og kapitalmarkedsret*. 4. udgave. Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2008.



Redigerte bøker

Financial Markets and Exchanges Law (2012) *Financial Markets and Exchanges Law*. Redigert av Michael Blair QC, George Walker og Stuart Willey. 2. utgave. Oxford University Press, 2012.

Artikler

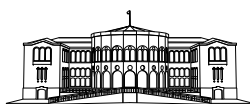
- Bugge (2011) Bugge, Amund Fougner. *Oppkjøp av selskap notert på regulert marked - en oversikt*. I: Tidsskrift for Forretningsjus. (2011), s. 221-254 (Sisert fra Lovdata).
- Bøhren (2009) Bøhren, Øyvind og Janis Berzins. *Unoterte aksjeselskaper er viktige, utforskede og spesielle*. I: Praktisk økonomi & Finans. (2009), s. 65-76.
- Christiansen (2009) Christiansen, Hans og Alissa Koldertsova. *The role of stock exchanges in corporate governance*. I: Financial Market Trends (OECD). (2009).
- Franchoo (2012) Franchoo, Thomas og Marcus Pollard. *The Application of European Competition Law in the Financial Services Sector*. I: Journal of European Competition Law & Practice (2012), s. 371-384.
- Graver (2004) Graver, Hans Petter. *Konsesjoner og konkurranse – om krav fra fellesskapsretten til prosedyrer ved tildeling av offentlige tillatelser*. I: Lov og rett. (2004), s. 224-244.
- Gresse (2012) Gresse, Carole. *Effects of Lit and Dark Trading Venue Competition on Liquidity: The MiFID Experience*.
<http://ssrn.com/abstract=1918473>
- Leuz (2005) Leuz, Christian og Brian J. Bushee. *Economic consequences of SEC disclosure regulation: evidence from the OTC bulletin board*. I: Journal of Accounting and Economics. (2005), s. 233-264.
- Levine (2002) Levine, Ross. *Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?* I: William Davidson Working Paper nr. 442.
- Macey (1999) Macey, R. Jonathan og Maureen O'Hara. *Regulating Exchanges and Alternative Trading Systems: A Law and Economics Perspective*. I: Yale Law School Faculty Scholarship Series. (1999), s. 17-54.
- Mydske (2008) Mydske, Tore og Sverre Tyrhaug. *Gjennomføring av MiFID i norsk rett – oversikt og bakgrunn*. I: Tidsskrift for forretningsjus. (2008), s. 153-182.
- Norges Bank (2004) Norges Bank. *Norske finansmarkeder – pengepolitikk og finansiell stabilitet*. I: Norges Banks skriftserie. (2004), nr. 34.
- Norli (2007) Norli, Øyvind. *Børsintroduksjoner*. I: Praktisk økonomi & Finans. (2007), s. 11-19.



- Rognlien (2009) Rognlien, Aas Frede. *Reguleres det uregulerte? Enkelte problemstillinger i tilknytning til OTC- markedet for aksjer.*
<http://www.vpff.no/content/download/1805/10779/version/1/file/Regulering+av+OTC-markedet.pdf>
- Ryssdal (1985) Ryssdal, Anders. *Rettslig karakteristikk av børser: Børsliv og børsløp - En artikkel om børsrettslige spørsmål og om den rettslige karakteristikk av børsinstitusjonen.* (Sitert fra Lovdata).
- Truyen (2006) Truyen, Filip. *Kollektive investeringsformer – forholdet mellom verdipapirfond, investeringselskaper og aksjespareklubber.* I: Tidsskrift for Rettsvitenskap. (2006), s. 269-338.
- Valiante (2012) Valiante, Diego. *Setting the Institutional and Regulatory Framework for Trading Platforms: Does the MiFID definition of OTF make sense?* I: ECMI Research Report. (2012).
- Wharton (1998) The Wharton School University of Pennsylvania. *Competition and Integration among Stock Exchanges in Europe: Network Effects, Implicit Mergers and Remote Access.* I: The Wharton Financial Institutions Center Working Paper Series. (1998).
- Zhu (2013) Zhu, Haoxiang. *Do Dark Pools Harm Price Discovery?* I: Review of Financial Studies. (2013).

Rapporter

- BI (2013) Handelshøyskolen BI. *Kapitalforvaltning i Norge - en ny vekstnæring?* 2013.
[http://web.bi.no/forskning/papers.nsf/0/78c3e85cebe73b08c1257c4400352e63/\\$FILE/2013-05-Nordkvelde_%20Diachenko Reve-norsk.pdf](http://web.bi.no/forskning/papers.nsf/0/78c3e85cebe73b08c1257c4400352e63/$FILE/2013-05-Nordkvelde_%20Diachenko_Reve-norsk.pdf)
- CESR (2002) The Committee of European Securities Regulators. *Standards for alternative trading systems.* Juli 2002.
http://www.esma.europa.eu/system/files/1-02_086b.pdf
- CONSOB (2011) Commissione Nazionale per le Società e la Borsa. *The impact of market fragmentation on European stock exchanges.* Juli 2011.
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1997419
- ECGI (2013) European Corporate Governance Institute. *The Twilight Zone: OTC Regulatory Regimes and Market Quality.* August 2013.
http://www.ecgi.org/wp/wp_id.php?id=599
- FESCO (2000) The Forum of European Securities Commissions. *The regulation of alternative trading systems in Europe.* September 2000.
http://www.esma.europa.eu/bg/system/files/00_064c.pdf
- Grünfeld (2012) Grünfeld, A. Leo og Heidi Ulstein. *Verdipapirforetakenes rolle i samfunnsøkonomien.* Menon-publikasjon nr. 4/2012. Februar 2012.



- IMF (2006) International Monetary Fund. *World Economic Outlook (September 2006): Financial Systems and Economic Cycles*. September 2006.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2006/02/pdf/weo0906.pdf>
- ISDA (2012) International Swaps And Derivatives Association. *Understanding the role of the MiFID2/MiFIR 'OTC' category*. Oktober 2012.
<http://www2.isda.org/attachment/NDg4OQ==/The%20role%20of%20OTC%20under%20MiFID%20-%20Oct%202012.pdf>
- Mydske (2011) Mydske, Tore. *EØS-avtalens betydning for det norske finansmarkedet 1994-2011*. Europautredningen, august. 2011.
<http://www.europautredningen.no/wp-content/uploads/2011/04/Rap17-Finansmarkedet.pdf>
- Nordisk Ministerråd (1992) Nordisk Ministerråd. *Børssamarbeidet i Norden - statusrapport*. Nordisk Seminar- og Arbejdsrapport 1992:590.
- Oslo Børs (2013) Oslo Børs. *Verdien av markedsovervåking i et fragmentert marked*. April 2013.
<http://www.nirf.no/media/110/>
- Oslo Børs (2014) Oslo Børs. *Delårsrapport 1. kvartal 2014*.
<http://www.osloborsvps.no/Oslo-Boers-VPS/Presse/Pressemeldinger/Oslo-Boers-VPS-Holding-ASA-1.-kvartal-2014>
- SEC (2000) U.S. Securities and Exchange Commission. *Special Study: Electronic Communication Networks and After-Hours Trading*.
<http://www.sec.gov/news/studies/ecnafter.htm>
- World Bank (2010) World Bank. *Comparing European and U.S. Securities Regulations*. 2010.
http://siteresources.worldbank.org/ECAEXT/Resources/258598-1256842123621/6525333-1263245503321/European_US_SecuritiesRegulations.pdf

Uttalelser

- Lovavdelingen (2000) Justisdepartementets lovavdeling. 7. april 2000.
- NASDAQ OMX (2012) NASDAQ OMX. *Key comments of NASDAQ OMX on MIFID II*. Januar 2012.
- NFMF (2001) Norges Fondsmeglerforbund. *Consultation of FESCO paper "Proposed standards for Alternative Trading Systems"*. 15. august 2001.
- Norges Bank (2006) Norges Bank. Brev av 29. mai 2006 til Finansdepartementet.
- NYSE Euronext (2010) NYSE Euronext v/ Janet M. Kissane. 22. februar 2010.
<http://www.sec.gov/comments/s7-27-09/s72709-63.pdf>
- SIFMA (2013) SIFMA. 31. Juli 2013.



<http://www.sifma.org/comment-letters/2013/sifma-submits-comments-to-the-sec-requesting-a-review-of-the-self-regulatory-structure-of-securities-markets/>

Årsmeldinger

Sivilombudsmannen (1988) Sivilombudsmannens årsmelding av 1988 s. 76. Sak 54E/86.

Pressemeldinger

Kommisjonen (2014) Europakommisjonen. *Markets in Financial Instruments (MiFID): Commissioner Michel Barnier welcomes agreement in trilogue on revised European rules.* 14.01.2014.

http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-15_en.htm?locale=en

Oslo Børs (2013) Oslo Børs. *Oslo Børs and Burgundy to merge.* 31.01.2013.
http://www.oslobors.no/ob_eng/Oslo-Boers/About-us/Press-room/News-from-Oslo-Boers/Oslo-Boers-and-Burgundy-to-merge

Nyhetsartikler

Bloomberg (2014) Bloomberg. *SEC majority wants to review exchange's special status.* 11.02.2014.

<http://www.bloomberg.com/news/2014-02-11/sec-majority-wants-to-review-exchanges-special-status.html>

E24 (2011) E24.no. *Oslo Børs fra monopol til halvering.* 30.08.2011.
<http://e24.no/boers-og-finans/oslo-boers-fra-monopol-til-halvering/20093965>

E24 (2012) E24.no. *Oslo Børs kjøper svensk børs.* 16.10.2012.
<http://e24.no/boers-og-finans/oslo-boers-kjoeper-svensk-boers/20287142>

Financial Times (2006) Financial Times. *In Depth – Big Bang.* 29.10.2006.

Forbes (2013) Forbes. *NYSE Beats Nasdaq To Win Twitter IPO Beauty Contest.* 16.10.2013.

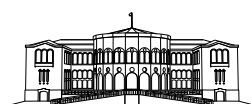
<http://www.forbes.com/sites/steveschaefer/2013/10/16/nyse-beats-nasdaq-in-twitter-ipo-beauty-contest/>

Fox (2013) Fox Business. *Nasdaq vs. NYSE: What's at Stake in Twitter's IPO Decision.* 10.10.2013.

<http://www.foxbusiness.com/technology/2013/10/10/nasdaq-vs-nyse-what-at-stake-in-twitter-ipo-decision/>

Reuters (2013) Reuters. *Analysis: Twitter gives NYSE momentum in IPO battle versus Nasdaq.* 9.11.2013.

<http://www.reuters.com/article/2013/11/09/us-exchanges-listings-twitter-analysis-idUSBRE9A805X20131109>



WSJ (2011) The Wall Street Journal. Pan-Europe vs. the Nationals.
10.10.2011.
<http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052970204138204576602661851424074>

Nettsider

Aftenposten (2013) Aftenposten. *Tid for trilogforhandlinger*. 10.12.2013.
<http://tux.aftenposten.no/spraak/spraak?action=question&id=5224>
[sitert 23. mai 2014]

BATS Chi-X Europe (2014) BATS Chi-X Europe. *Notional Value Summary*.
http://batstrading.co.uk/market_data/market_share/market/all/
[sitert 5. mai 2014]

Informasjonsskriv

VPFF (2013) Verdipapirforetakenes Forbund. *Hvordan OTC-systemet fungerer*.
<http://www.vpff.no/content/download/1804/10775/version/1/file/Hvordan+OTC-systemet+fungerer.pdf>

Personlig meddelelse

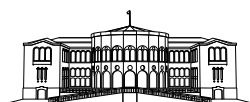
Lian (2014) Lian, Fredrik Mohn. E-post. 27. mars 2014.
Rostveit (2014) Rostveit, Elin. E-post. 10. april. 2014.

Annet

Brev til Finansdepartementet fra Advokatfirmaet Thommessen v/Tore Mydske av 15. september 2008.

Kommisjonen, «*Your questions on MiFID*», spørsmål 277 ref. 109.2.
Kommisjonen, «*Your questions on MiFID*», spørsmål 357 ref. 178.

Nordic ABM Member and Trading Rules av juni 2014 (versjon 1.2).
Nordic ABM Member Agreement.



ISBN 978-82-8196-099-2

ISSN 1890-2537