

## FINANSIELL STABILITET

Finansdepartementet  
Postboks 8008 Dep  
0030 Oslo

Deres ref.  
07/5488 FM AIB

Vår ref.  
NBGGR1  
07/01490

Oslo  
14.03.2008

### **Høring – Eierbegrensningsregler for infrastruktur på verdipapirområde (børs m.v.)**

Finansdepartementet ber i brev av 14. desember 2007 om Norges Banks vurdering av forslagene datert samme dag fra en særskilt arbeidsgruppe.

Eierbegrensningsreglene vurderes endret både som en følge av endringer i markedet der det er blitt økt internasjonal konkurranse om leveranse av infrastrukturtenester, og som følge av EFTAs tilsynsmyndighet sin forståelse av Norges forpliktelser etter EØS-avtalen. Verken markedsaktører eller EFTAs tilsynsmyndighet mener at regler om eierforhold for infrastrukturorganisasjoner på verdipapirområdet kan eller bør avskaffes. Etter EØS-avtalen er det tvert imot en forpliktelse å ha et minimum av regler som ivaretar slike hensyn. Forslaget gjelder hvordan disse offentlig fastsatte reglene presist skal utformes og følges opp.

Norges Bank deler den grunnleggende vurderinga at infrastrukturorganisasjonene er avhengige av markedets tillit for å kunne være en nøytral part alle markedsaktører kan stole på slik at stordriftsfordeler oppnås og tjenester kan leveres mest mulig effektivt. Nøytraliteten mellom markedsaktørene må ivaretas i hele kjeden fra en ønsket handel meldes inn til den er helt gjennomført slik at penger har skiftet eier og rettsvern er etablert.

Norges Bank støtter forslaget fra arbeidsgruppas flertall om verdipapirregistre. På grunn av verdipapirregistrenes sentrale funksjon som nasjonal grunnbok for aksjer – med den omfattende betydning dette har for en rekke rettighets spørsmål – er nøytraliteten og uavhengigheten til verdipapirregisteret essensielt.

Arbeidsgruppa foreslår litt ulik utforming av det aktuelle regelverket for ulike deler av infrastrukturen avhengig av hvilken funksjon som utøves og hvordan den internasjonale konkurransen antas å arte seg på det aktuelle området. Norges Bank vil drøfte rapporten og konklusjonene nærmere nedenfor. Norges Bank har ikke innvendinger til forslaget fra arbeidsgruppas flertall for børser. Banken har ellers noen merknader som gjelder sammenhenger i det samlede regelverket.

### **Tidligere vurderinger**

De eksisterende reglene om eierbegrensning i infrastrukturorganisasjonene kom inn i

lovverket i siste halvdel av 90-tallet. Eierbegrensning på 20 prosent for oppgjørssentral kom inn i vphl etter forslag fra Kredittilsynet som Stortinget sluttet seg til, jf avsnitt 11.2.5.2 i Innst.O.nr. 83 (1996-1997). Forslaget var ikke drøftet i den forutgående NOU 1996:2 og Norges Bank kommenterte dermed ikke mulige eierbegrensninger i høringsuttalelsen datert 13.06.1996.

For børser og verdipapirsentral er spørsmålet om eierbegrensningsregler drøfta i NOU 1998:3 og Norges Banks høringsuttalelse av 07.05.1999 om børsløvslov og i NOU 2000:10 og i Norges Banks høringsuttalelse av 31.08.2000 om verdipapirregisterlov. Relevant drøfting finnes også i Norges Bank sin høringsuttalelse av 15.05.2002 om endringer i eierbegrensningsreglene i finansinstitusjoner.

## Rapporten

Norges Bank har et par merknader til rapportens analytiske utgangspunkt. Det gjelder (1) hva en oppgjørssentral er og kan være, (2) konkurransearenaen for omsetning av verdipapirer og (3) den potensielle konkurransesituasjonen.

(1) Rapporten drøfter oppgjørssentralers virksomhet i avsnitt 3.4.2. Det nevnes å tre inn som motpart ved kjøp og salg av derivater, og å administrere utlån og innlån av finansielle instrumenter. Drøftinga av organisering og eierskap m.v. for oppgjørssentral er knytta til denne begrensede oppgjørsvirksomheten. Dette fører videre tidligere praksis ettersom regler for oppgjørssentral var drøftet som et underavsnitt i kapittelet om "Handel i derivater" i Ot.prp. 29 (1996-97). Heller ikke Norges Bank har i sine høringsuttalelser tatt opp konsekvenser av mulige andre funksjoner for oppgjørssentraler.

En virksomhet som er vanlig internasjonalt, er å tre inn som sentral motpart også i den ordinære verdipapirhandel, og da spesielt aksjehandelen. Enkelte – spesielt amerikanske – verdipapirforetak har ønsket at også aksjehandelen over børs blir organisert med sentral motpart i Norge. Det er ingenting i vphl som hindrer en oppgjørssentral fra å ta en slik funksjon. Norges Bank mener at momenter i drøftinga av oppgjørssentral kan komme i et annet lys om også aksjehandel ble gjort opp med oppgjørssentral som sentral motpart. Eventuelle eierbegrensnings- og eierkontrollregler m.v. for oppgjørssentral bør dermed også tilpasses slik aktivitet. Mulig måter å ta hensyn til dette er antydnet i drøftinga av forslagene.

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

- Systematisk internalisering i verdipapirforetak
- Multilateral handelsfasilitet i verdipapirforetak
- Regulert marked i eget foretak
- Børs i eget foretak

I Norge i dag er det virksomhet innen de to siste kategoriene. Det er grunn til å anta at norske verdipapirforetak som vurderer å organisere systematisk internalisering eller en multilateral handelsfasilitet, vil være banker. De vil i så fall falle inn under regler for eierbegrensning eller

eierkontroll fastsatt i finansinstitusjonsloven. Om det skulle være verdipapirforetak som ikke er banker som tar opp slik virksomhet, vil vphls regler om at eier skal være egnet gjelde.

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

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

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

(3) I punkt 6.3.4 vurderes konkurransesituasjonen, og der heter det ”I et marked med en tilnærmet monopolist, vil etablering av konkurrerende virksomhet kreve et solid kapitalgrunnlag og en betydelig risikovilje.” Dette er trolig korrekt, men ved vurdering av konkurransesituasjonen både for børs og oppgjørsvirksomhet, er det relevant å ta i betraktning hvor konsentrert handels- og oppgjørsvirksomheten er. I følge tall fra Oslo Børs sto handel med aksjer i de to største noterte selskapene i 2007 aleine for mer enn 30 prosent av omsetningsverdien.<sup>2</sup> De fire store børsnoterte selskapene med stor statlig eierandel sto for mer enn 40 prosent av børsens omsetning. VPS oppgir at i 2007 var utenlandske meglere minst en av partene i snaut 40 prosent av handlene som gikk til oppgjør.<sup>1</sup> Samtidig var det drøyt 70 prosent av verdien i oppgjøret som hadde utenlandsk investor som minst en part i handelen. Dersom en ny aktør – eventuelt en som organiserer oppgjøret med en oppgjørssentral som sentral motpart – kunne trekke til seg handelen med et lite antall store selskaper ville utfordringen til handelsvirksomheten ved Oslo Børs og oppgjørsvirksomheten ved VPS kunne bli dramatisk. I obligasjonsmarkedet sto statslån i 2007 for 70 prosent av omsetningen (mer dersom gjenkjøpsavtaler inkluderes) slik at konsentrasjonen i omsetning her er enda større.

Det sentrale for konkurransen om å levere infrastrukturtenester i Norge er hvor de 5 – 10 største selskapene velger å la sine aksjer notere, og hvor staten som den største låntakeren velger å notere sine lån. Ønsket organisering av handel og oppgjør fra utenlandske meglere og

---

<sup>1</sup> Tallet fra Oslo Børs er beregnet fra nominell omsetning gjennom året. Tallene med VPS som kilde er uveide gjennomsnitt av prosenter for hver måned.

investorer vil være viktig for konkurransen.

### **Forslagene om regulering.**

Norges Bank vil vurdere forslagene til regulering separat for institusjoner i handelskjeden og oppgjørskjeden. For å gi oversikt vil vi i hvert avsnitt først referere hva som vil være situasjonen dersom arbeidsgruppens forslag gjennomføres. Vi vil da ta med noen typer organisering av infrastrukturvirksomhet som ikke er omtalt av arbeidsgruppen.

#### Handelskjeden:

For systematiske internaliserere og multilaterale handelsfasiliteter følger det av verdipapirhandeloven at det vil være krav om vurdering av eiers egnethet for eiere over 10 prosent. Egnethetsvurdering skal også gjennomføres når eierandeler passerer 20, 33 og 50 prosent. Dersom slike aktører er banker (som også har konsesjon som verdipapirforetak), følger en noe strengere egnethetsvurdering av finansieringsvirksomhetsloven. I tillegg skal det gjøres en særlig streng egnethetsvurdering der det også skal tas hensyn til kapital- og kredittmarkedenes virkemåte for å godkjenne eierandeler over 25 prosent.

For regulerte markeder foreslås det å videreføre kravet om vurdering av egnethet av eiere med mer enn 10 prosent eierandel.

Børser er regulerte markeder med særlig tillatelse og faller dermed inn under regelen om vurdering av at eier er egnet. Det foreslås å heve eierbegrensningen fra 10 til 20 prosent samtidig som den nåværende stemmerettsbegrensning oppheves. Eierbegrensningen på 20 prosent er en hovedregel. Departementet kan imidlertid gi tillatelse til å eie mer for egnede infrastrukturholdingselskap. I tillegg til den første søknaden ved erverv utover 20 prosent foreslås det at ny søknad må sendes ved kjøp som innebærer mer enn 1/3, 1/2, 2/3 eller 9/10 eie.

Arbeidsgruppas flertall foreslår i rapportens avsnitt 7.2.3.3 en vurdering av mulige eiere av børser som går lenger en erververens subjektive egenskaper. Det foreslås at departementet skal "vurdere om erverver er egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av børsen. En slik vurdering, hvis ordlyd er ganske åpen, suppleres imidlertid av skjønnsmomenter som gjelder strukturelle forhold. Det er momenter som bidrar til å gi departementet et forholdsmessig avpasset styringsredskap, ...".

#### Oppgjørskjeden:

For oppgjørssentral foreslås eierbegrensning på 20 prosent opphevet, men kravet om vurdering av egnethet for eiere over 10 prosent foreslås videreført, og med egnethetsvurdering også når eierandeler passerer 20, 33 og 50 prosent.

Det er ikke gjort noe skille mellom oppgjørssentraler etter hva de gjør opp. Oppgjørssentral for et varederivat vil dermed stå overfor samme regler med krav om vurdering av egnethet som en eventuell oppgjørssentral som står for brorparten av det nasjonale verdipapiroppkjøret.

For verdipapirregister foreslås det å innføre krav om (forhånds-) vurdering av eieres egnethet før 10 prosent er ervervet. Det foreslås å heve eierbegrensningen fra 10 til 20 prosent som en hovedregel. Departementet kan imidlertid gi tillatelse til å eie mer for egnede infrastruktur-

holdingselskap. I tillegg til den første søknaden ved erverv utover 20 prosent foreslås det at ny søknad må sendes ved kjøp som innebærer mer enn 1/3, 1/2, 2/3 eller 9/10 eie.

## Vurdering av forslagene

### Generelt

Som nevnt i innledningen deler Norges Bank det syn at markeder for finansielle instrumenter og særlig for verdipapirer er avhengige av at markedsaktørene har tillit til at infrastrukturen både er pålitelig og nøytral for å fungere best mulig. Norges Bank har imidlertid i liknende saker tidligere framholdt at mer åpne regler om eie, vil kunne bidra til økt konkurranse og dermed til ønsket effektivisering i infrastrukturfunksjonene. Norges Bank er dermed både enig i at eierbegrensningsreglene bør liberaliseres, og at det må være et system for vurdering av at betydelige eiere er egnet til å sikre markedets integritet.

Ved vurdering av hvor høyt eventuelle grenser for eierskap skal settes, argumenteres det nå i andre sammenhenger med at kontroll av åpent eide selskaper inntreffer ved lavere eierandeler enn det som tidligere gjaldt. Det har ført til senking av grensen for tilbudsplikt ved aksjeerverv i mange land. I den nye verdipapirhandelloven som gjelder i Norge fra 01.01.2008 utløses tilbudsplikten ved 1/3. Om øvrige aksjer er spredd på mange aksjonærer legges det dermed til grunn i norsk lovgivning at en eier av 20 prosent kan utøve betydelig eierkontroll. En høyere eierbegrensningsregel enn den som foreslås, vil derfor trolig ikke ha verdi i forhold til formålet.

### Verdipapirregister

Norges Bank vil framheve at behovet for å sikre nøytralitet i og tillit til verdipapirregister gjennom preseptoriske regler er svært mye større enn for markedsplasser (uansett hvilken form de er gitt) og oppgjørssentraler (uansett hva de gjør opp). Norges Bank vil derfor støtte en generell eierbegrensningsregel for verdipapirregistre og mener en slik regel kan være nyttig for børser. Norges Bank mener den – som foreslått – kan settes til 20 prosent.

### Handelskjeden

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

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

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

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

#### Oppgjørssentraler

For oppgjørssentraler mener Norges Bank at regelverket bør formes ut slik at det vil passe for en oppgjørssentral som ønsker å starte virksomhet som sentral motpart i verdipapirhandel, ikke bare derivathandel slik som drøftet av arbeidsgruppen. Som det framgår av drøftinga i vår høringsuttalelse av 31.08.2000 om verdipapirregisterlov, vil en slik institusjon ha en rekke funksjoner på veien mot verdipapirregisteret slik at det etter hvert får konsekvenser for rettshåndhevelse vedrørende pant m.v. En slik institusjon bør møte større krav til nøytralitet og gjennomføringsevne enn en oppgjørssentral som bare er sentral motpart i handel med derivater. Som et minimum bør forslaget derfor inneholde en mulighet for å skjerpe kravene til eiernes egnethet m.v. avhengig av typen oppgjørsvirksomhet som drives. Det kan og vurderes å ha et system med gjentatte egnethetsvurderinger også for oppgjørssentraler.

Norges Bank antar samtidig at en konkret vurdering av virksomhetens karakter og omsetningens verdi vil lede til høyere krav om kapital jf. verdipapirhandellovens § 13-2. Med krav til nøytralitet i eierskap og krav om kapital tilpasset virksomheten, antar Norges Bank at gjennomføringsevnen for en slik institusjon også kan sikres slik at hensynet til finansiell stabilitet blir ivaretatt.

Med hilsen

Inger-Johanne Sletner

Gunnvald Grønvik