

FINANSIELL STABILITET

Finansdepartement
Postboks 8008 Dep
0030 Oslo

Deres ref.
05/3148 FM HD

Vår ref.
NBGGR1

Oslo
21.11.2005

Høring - NOU 2005:13 Om forvalterregistrering av aksjer i norske selskaper

Finansdepartementet ber i brev av 19. august 2005 om Norges Banks vurdering av forslaget fra Forvalterregistreringsutvalget slik det er fremmet og begrunnet i NOU 2005:13.

Utredningen følger opp spørsmål som ble delvis belyst forut for vedtak av verdipapirregisterloven og det vises derfor også til Norges Banks høringsbrev av 31. august 2000 om NOU 2000:10 som fremmet forslag til denne loven. I dette høringsbrevet framholdt Norges Bank at spørsmålet om forvalterregistrering må ses på som en del av de totale bestrebelsene på å etablere ei effektiv verdipapirkjede. Banken skrev i innledningen at

”Et fremtidsrettet regelverk må bidra til at både norske verdipapirregistre, verdipapirkjeden for øvrig, investorer og utstedere kan delta i markedet under konkurranseforhold som tilsvarer det som er vanlig i andre land. Dette gjelder for eksempel rett til å velge register og rett til å velge forvalterregistrering.”

Ved vedtak av verdipapirregisterloven tok Stortinget ikke stilling til spørsmålet om forvalterregistrering. I samsvar med forslaget fra departementet ba Stortinget om å få spørsmålet nærmere utredet.

Norges Bank vil her kommentere på mulige økonomiske gevinster ved å åpne for forvalterregistrering og på forhold omkring rettsvirkning ved forvalterregistrering.

Økonomiske gevinster

Forvalterregistreringsutvalget foreslår ikke endringer i grunnprinsippene i gjeldende rett. Den er at utenlandske aksjonærer kan la sine aksjer i norske selskaper forvalterregistrere og innenlandske aksjonærer kan la sine aksjer i utenlandske selskaper forvalterregistrere (hos norsk eller utenlandsk forvalter). Det er særlig hensynet til markedets og myndigheters behov for informasjon og kontroll både med eiere og med markedsatferd, og i tillegg hensynet til skattekontroll, som fører til at utvalget ikke ønsker å åpne for at nordmenns eie av norske aksjer forvalterregistreres. De mulige effektivitetsgevinstene ved å åpne for konkurranse om aksjeregistrering anslås som små.

På dette punktet kan det være grunn til å minne om at det foreligger erfaring med gevinster ved bruk av tjenester fra forvaltere. Norges Banks høringsuttalelse om verdipapirregisterloven pekte på gevinstene som kan høstes ved forvalterregistrering:

”Norges Bank kan ikke se særlige hensyn som skulle tale mot forvalterregistrering også for innlendinger (...). Norges Bank vil også påpeke at norske investorer i stadig større grad investerer i utenlandske markeder, og at slike kan ha stor fordel av å forholde seg til en global forvalter som også bør kunne brukes til investeringer innenlands. Statens investeringer i Petroleumsfondet er et eksempel på hvordan investorer benytter seg av forvalterregistrering.”

Det siste kan utdypes ved å vise til punkt 3.1 i Petroleumsfondets årsberetning for 1998. Her heter det:

I de første fem månedene av 1998 tok forvaltningen først og fremst sikte på tilpasning av den faktiske porteføljen til de store endringene i referanseporteføljen. Dette var en omfattende oppgave. Den innebar etablering av en stor aksjeportefølje finansiert ved salg av obligasjoner, og i tillegg omplassering av store beløp innenfor obligasjonsporteføljen. Hovedmålet for virksomheten i denne fasen var å gjennomføre en så kostnadseffektiv tilpasning av porteføljen som mulig, og med betryggende kontroll.

En utnyttet blant annet muligheter til kryssing gjennom forvaltere. Om dette heter det:

”Kryssing betyr at større aksjeporteføljer kjøpes utenom meglerapparatet, slik at det ikke påløper meglerhonorarer. En annen fordel ved kryssing kan være at aksjekursene påvirkes mindre enn ved handel gjennom megler. I etableringsfasen ble 82,6 prosent av Petroleumsfondets aksjeportefølje kjøpt på denne måten.”

Det er vanskelig å anslå presist hvor store innsparinger en fikk ved å etablere aksjeporteføljen på denne måten. Spesielt er det vanskelig å få oversikt over de indirekte kostnadene i form av prisutslag ved markedspåvirkning. Basert på et ferskt forskningsarbeid kan innsparingene Petroleumsfondet oppnådde gjennom effektiv bruk av forvalters muligheter anslås til om lag 0,2 prosent eller i underkant av 25 millioner kroner i første halvår 1998.¹ Forvalterregistreringsutvalget foreslår ikke å åpne generelt for forvalterregistrering som er det systemet som mest effektivt vil åpne for kostnadsinnsparinger av den typen petroleumsfondet gjorde aktiv bruk av. Det vil trolig være mulig å oppnå noe av denne innsparingen også uten et system som åpner mer generelt for forvalterregistrering, men det vil uten tvil være enklere å gjennomføre slik kryssing av porteføljer med mer utstrakt adgang til forvalterregistrering.

Norges Bank mener at drøftinga undervurderer potensialet for gevinst på disse områdene, og det er viktig å legge til rette for en markedsutvikling som sikrer god effektivitet i registrering og oppgjør av handel med verdipapirer totalt sett. Slik gevinst kan for øvrig også realiseres internt hos den enkelte investor, som kan finne det ryddigere og kostnadsbesparende bare å ha et forhold til et enkelt register for samtlige aksjer.

Norges Bank vil for øvrig understreke at dersom en skulle åpne adgang til at norske aksjonærer skal kunne la sine aksjer forvalterregistrere, bør en ikke svekke kravene til åpenhet og kontroll. Det må stilles krav om informasjon ved eventuell forvalterregistrering som svarer til

¹ ”Equity Trading by Institutional Investors. To Cross or Not to Cross”, av Randi Næs (Norges Bank) og Bernt Arne Ødegaard (Handelshøyskolen BI og Norges Bank). Under utgivelse i *Journal of Financial Markets*.

det som i praksis allerede oppnås av åpenhet ved det nåværende system med direkte registrering. Dette framholdt også Norges Bank i høringa om Verdipapirregisterloven der det i avsnittet om plikt til registrering heter:

”Norges Bank er etter en samlet vurdering enig med flertallet i at det ikke bør stilles krav til registrering i et norsk register. Det er imidlertid viktig at det etableres ordninger som kan ivareta tilsyns-, statistikk- og skattemessige aspekter av registreringsfriheten. Norges Bank viser her til utvalgets drøfting av mulige tiltak for å ivareta myndighetenes behov på nevnte områder. Det vil være behov for en godkjenningsordning også av utenlandske verdipapirregistre, og meldeplikt for de utstedere som ønsker å registrere seg i et slikt register.”

I avsnittet om statistikk skrev Norges Bank:

”Det bør etter Norges Banks syn stilles eksplisitte krav med hensyn til både skatte- og statistikkrapportering i godkjenningen av både forvaltere og verdipapirregistre. Godkjenningsvilkårene for registre må blant annet kreve at registrene bærer ansvaret for at data, i henhold til nærmere bestemmelser, blir tilrettelagt på en bestemt måte for statistikk-, skatte- og tilsynsformål, for eksempel er det sentralt at registrene må inneholde opplysninger om hvilke institusjonelle sektorer de reelle eiere og utstedere tilhører. Slik datatilrettelegging må også omfatte forvalterkonti. Det er i denne sammenheng viktig å utforme kravene til rapportering slik at de tar hensyn til de særskilte problemene som begrensede innsynsmuligheter hos utenlandske verdipapirregistre og utenlandske forvaltere kan medføre.”

Norges Bank mener fortsatt at kontrollhensynene må veie tungt. Norges Bank ser imidlertid ikke bort fra at en kan la markedet få avgjøre om det kan lages tekniske og organisatoriske løsninger som er like gode eller bedre enn dagens system. En må i så fall stille krav til at eventuelle løsninger som utvikles og får godkjenning, fullt ut ivaretar kravene til åpenhet og kontroll.

Omgåelser

I lovgivning av den typen det her er snakk om vil det kunne være et problem med omgåelser dersom det skulle være økonomisk fordelaktig.

Det viktigste spørsmålet i denne sammenhengen gjelder trolig skattlegging. Det gjelder særlig formuesskatten, men også skattlegging av løpende utbytte og gevinster ved avhending. Der som det skulle bli mulig å oppnå gunstigere skattlegging gjennom registrering av eierrettigheter gjennom stråselkaper med avvikende hjemland fra den egentlige eier, vil det oppstå insentiver til å søke mot omgåelser. Å unngå slike insentiver, vil i all hovedsak være et spørsmål som må vurderes ved utforming av skattebestemmelsene.

Rettsvern og forvalterregistrering

Norges Bank antar ellers at et særlig viktig hensyn for markedsaktører vil være rettsvern, og det er bare gjennom godkjente verdipapirregistre og forvaltere en vil kunne ha sikkerhet for rettsvern.

Norges Bank antar at reglene som foreslås – både de primære og det subsidiære forslaget – vil bidra til at omgåelser av reglene ikke vil være fordelaktige.

Norges Bank støtter forslagene til ny § 7a-1 og ny § 7a-2 i verdipapirregisterloven som sier at disposisjoner over beholdninger registrert på forvalterkonto i et norsk eller utenlandsk verdipapirregister får rettsvirkninger når melding om disposisjonen er kommet til forvalterens kunnskap.

Utvalget peker på side 69 i NOU 2005: 13 på at det er motstrid mellom forslagene til nye rettsvernsregler i verdipapirregisterloven og rettsvernsregelen i panteloven § 4-1 om registrering av pant i finansielle instrumenter. Norges Bank ser det som vesentlig at det er klare rettsvernsregler for pant i forvalterregistrerte instrumenter i norsk rett. Dette gjelder ikke minst finansielle instrumenter som er innførte i et utenlandsk verdipapirregister og forvalterregistrert her i landet. I forlengelsen av dette peker vi på at norsk rett bør tillate etablering av avtalepant i slike instrumenter. Panteloven § 1-2 andre ledd må derfor eventuelt justeres hvis bestemmelsen er til hinder for dette, jf Utvalgets merknader i NOU 2005: 13 side 69.

Videre viser vi til Utvalgets uttalelser på side 69 om at lov om finansiell sikkerhetsstillelse § 3 regulerer adgangen til sikkerhetsstillelse av finansielle instrumenter som omfattes av denne loven. Slik Norges Banks forstår § 3 gjelder denne bestemmelsen imidlertid ikke finansiell sikkerhetsstillelse i form av pant, men i form av overdragelse av eiendomsrett. Bestemmelsen sikrer at blant annet at en gjenkjøpsavtale kan gjøres gjeldende i tilfelle konkurs. Vi peker i denne forbindelse på at lov om finansiell sikkerhetsstillelse ikke fastsetter særskilte rettsvernsregler, noe som for øvrig er i tråd med direktivet om finansiell sikkerhetsstillelse (2002/47/EF).

Med hilsen

Kristin Gulbrandsen

Gunnvald Grønvik