



Finansdepartementet  
PB 8008 Dep  
0030 Oslo

Dato: 07.02.2017  
Vår ref.: 16-1554/CF  
Deres ref.: 15/3591 -

## Ny verdipapirregisterlov - høring

Finans Norge viser til departementets høringsbrev 8. november 2016 vedrørende forslaget til ny verdipapirregisterlov. Finans Norge har følgende hovedsynspunkter:

- Finans Norge støtter lovforslaget om avtalebasert innsynsrett for utsteder. Dette er i samsvar med praksis i øvrige nordiske land.
- Arbeidsgruppen har redegjort for spørsmålet om det bør være en generell, lovfestet innsynsrett for utsteder og allmennheten. Gruppen foreslår ingen slik innsynsrett og Finans Norge er tilfreds med dette.
- Det er viktig for obligasjonsmarkedet at tillitsmannens rolle ikke svekkes. Det er vesentlig for det norske markedets funksjon at tillitsmannen fortsatt kan ivareta kreditorfellesskapets (obligasjonseierne) interesser som helhet, herunder sikre det grunnleggende likebehandlingsprinsippet som tillitsmannsordningen bygger på.
- Finans Norge støtter i hovedsak forslaget til gjennomføring av EUs nye verdipapirregisterforordning CSDR, men vil også inngi noen merknader til denne del av lovforslaget.

### I. Innsyn i obligasjonseierregisteret

Finans Norge har i lengre tid arbeidet for å sikre at det norske kapitalmarkedet – herunder obligasjonsmarkedet – er velfungerende og kan fylle sitt viktige formål for finansiering av næringslivet. For finansnæringen er som kjent obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) et svært viktig instrument for å sikre nødvendig finansiering av en bankgruppe eller finanskonsern. For andre typer virksomhet er utstedelse av obligasjoner som en del av kapitalgrunnlaget

enn mer variabel kilde til finansiering. Innenfor enkelte foretaksområder representerer imidlertid det norske obligasjonsmarkedet en god alternativ kilde for å hente kapital.

Som kjent arbeider EU med en plan for å styrke mulighetene for finansiering via foretaksobligasjoner. Formålet er å gjøre europeisk næringsliv mindre avhengig av bankfinansiering i en tid hvor mange europeiske banker har nok med å holde seg flytende og begrenser sine utlån. Det er slik vi har forstått foreløpig ikke drøftet om man i et fremtidig regelverk på EU-nivå også skal harmonisere innsynsretten for utstedere av obligasjoner.

Det er i utformingen av nasjonale regler om innsynsrett viktig å minne om at mange investorer, særlig utenlandske, foretrekker å være anonyme. Forvalterregistrering er utbredt i andre land og krav om større åpenhet kan føre til at flere lar seg forvalterregistrere eller at foretakene registrerer obligasjonslån i et utenlandsk verdipapirregister. Videre bør man huske på at et regelverk som legger til rette for større grad av åpenhet ikke gir entydige gevinster. Det ideelle ville således være en felleseuropeisk regulering gjennom EU for å sikre like konkurransebetingelser. I mangel av EØS-regulering er det imidlertid hensiktsmessig å utforme en norsk lovregulering tilsvarende øvrige nordiske land.

#### Kap 20.4 Avtalebasert innsyn i hvem som eier obligasjoner

Vi minner om at Finans Norge tidligere i brev 27. april 2015 til departementet om behovet for et åpent obligasjonsregister har tatt til ordet for en større innsynsrett enn det som følger av gjeldende regulering. Fra brevet hitsettes:

*«Vi mener det er gode grunner for at utstedere av obligasjoner bør kunne få kjennskap til hvem som tegner seg i de emitterte obligasjonene. Det bør etableres en slik adgang på et avtalemessig grunnlag. Det har imidlertid kommet fram en viss usikkerhet om gjeldende lovverk, (verdipapirhandelloven – verdipapirregisterloven), egentlig er til hinder for en slik avtalemessig innsynsrett. Dette bør avklares.*

*En adgang til å få kjennskap til hvem som tegner seg i et obligasjonslån på emisjonstidspunktet kan være et første skritt i retning av større transparens. Erfaringene med dette kan så danne grunnlag for å vurdere ytterligere tiltak. Her mener vi at det er klokt å avvente nærmere den internasjonale utviklingen. Vi tror ikke det er fornuftig at Norge alene begir seg inn på spor som virker fremmedartet for kapitalmarkedene i utlandet. Særlig er det grunn til å avvente den nærmere utviklingen innenfor EU-retten. Dette er et område hvor det er naturlig at aktørene sikres de samme rammebetingelser å arbeide under i hele EØS-området.*

*Finans Norge representerer interessene til mange aktører i dette markedet; utstedere, mellommenn (banker/verdipapirforetak) og investorer. Aktørene kan ha noe ulike interesser, som hver for seg kan være legitime. Vi har derfor foretatt avveininger for å forsøke å finne*

*frem felles interesser i denne sammenheng. Disse har omfattet en rekke relevante forhold som kan spille inn når det gjelder spørsmålet om åpenhet og det har fremkommet mange ulike synspunkter.»*

Sammen med brevet var det for øvrig lagt ved en argumentasjonsliste knyttet til ulike problemstillinger vedrørende innsyn i obligasjonseierregisteret. Denne argumentasjonsrekken har etter vår vurdering fortsatt gyldighet.

Finans Norge er svært tilfreds med at departementet har fulgte opp henstillingen fra Oslo Børs, som ble tilskyndet i ovennevnte brev i 2015. Arbeidsgruppen har i tråd med sitt mandat foreslått å lovfeste en adgang for utsteder å avtalefeste innsyn i hvem som er långivere i ihendehaverobligasjoner registrert i et norsk verdipapirregister. Finans Norge støtter arbeidsgruppens forslag til at man innfører en bestemmelse om avtalebasert innsyn i verdipapirregisterloven, ref. lovutkastet § 7-3 første ledd.

Etter forslaget er en slik avtalebasert innsynsrett ikke avgrenset til emisjonstidspunktet. For utsteder vil en slik generell innsynsrett i eierforholdene i noen tilfeller kunne være fordelaktig, for eksempel i restruktureringer hvor utsteder ønsker å komme i en forhandlingsposisjon. Imidlertid vil en slik innsynsrett (utover innsyn på emisjonstidspunktet) fravike internasjonal praksis for ihendehaverobligasjoner. Dersom norske rettsregler eller markedspraksis avviker fra hvordan lignende instrumenter er regulert i sammenlignbare land, kan dette påvirke internasjonale investorers interesse for å investere i norske obligasjoner.

Arbeidsgruppens foreslåtte løsning med en avtalebasert innsynsrett gir imidlertid en fleksibilitet til at man i avtalen kan avgrense innsynsretten slik at denne får en praktikabel utforming i samsvar med ledende markedshensyn. Rent lovteknisk og reguleringsmessig bør man således heller overlate til markedsaktørene å finne en hensiktsmessig avgrensning på innsynsretten – slik den foreslåtte lovteksten åpner for.

Hva gjelder forslaget til innsynsrett på forvalterkonto, ref. utkastet § 7-3 annet ledd, har ikke Finans Norge noen prinsipielle innvendinger mot at man på avtalebasert grunnlag innfører en slik innsynsrett om hvem som er reelle eiere av obligasjoner. Imidlertid vil vi også her minne om at en slik avtalefestet innsynsrett i det konkrete tilfelle – etter det vi er kjent med - vil bryte med gjeldende markedspraksis i øvrige nordiske land.

Avslutningsvis er det i utkastet til § 7-3 tredje ledd tredje pkt. inntatt en bestemmelse om man i avtale også kan åpne for innsyn for tillitsmann. En slik avtalebasert innsynsrett for tillitsmannen følger slik vi forstår allerede av gjeldende rett, jf. verdipapirregisterloven § 8-1 første ledd. Det fremgår likevel ikke klart av arbeidsgruppens utredning om man i realiteten

foreslår en endring i gjeldende innsynsrett for tillitsmenn, herunder hvorvidt tillitsmannens innsynsrett er avledet av utsteders innsyn eller står på egne ben.

Tillitsmannen har en helt sentral funksjon i det norske obligasjonsmarkedet. Denne funksjonen har vært en av styrkene ved det norske markedet, og har også bidratt til å sikre utenlandske investorers interesse for norske obligasjoner. Dersom det kan reises tvil om tillitsmannens innsynsrett, vil dette være klart egnet til å svekke tillitsmannens og obligasjonseierens stilling. For at tillitsmannen skal kunne utøve sine plikter etter obligasjonsavtalen - er tillitsmannen i mange tilfeller avhengig av informasjon fra utsteder om obligasjonseierne som tillitsmannen er satt til å representere. Det kan på dette grunnlag reises spørsmål om tillitsmannens innsynsrett bør lovfestes direkte for å unngå eventuell tolkningstvil om forståelsen av det avtalebaserte rettigheten.

#### Kap 21. Lovfestet innsyn i hvem som eier obligasjoner

Arbeidsgruppen har i tråd med sitt mandat også drøftet konsekvensene av å lovfeste at utsteder og/eller allmennheten har rett i innsyn i hvem som er foretakets långivere i ihendehaverobligasjoner etter mønster av innsynsretten for aksjer.

Finans Norge minner om at det er grunnleggende forskjeller mellom selskapsandeler og obligasjoner. Ihendehaverobligasjoner er normalt et passivt finansielt instrument med noen begrensede rettigheter av finansiell karakter. Aksjeinnehav gir derimot både finansielle og eierrettigheter i selskapet - herunder styringsrett. Behovet for åpenhet rundt eierskap i viktige selskaper er således av en annen karakter enn i registrerte obligasjonsinnehav.

Som arbeidsgruppen også tar opp, vil for øvrig også et lovfestet innsyn for utstedere kunne ha negativ påvirkning på likviditeten i de aktuelle obligasjonene og medføre flere negative enn positive effekter på det norske obligasjonsmarkedet. Som arbeidsgruppen understreker vil et eventuelt lovfestet innsyn i tillegg avvike fra internasjonal praksis. Vi minner om at forvalterregistrering, som er vanlig i utlandet, gir en del praktiske problemer med å finne ut hvem som er reelle eiere. Problemet forsterkes dersom forvalterregistreringen skjer i flere ledd. Lovreguleringen bør derfor ikke tilskynde en slik praksis, ref. våre anbeførlser på side 2.

### **I. Gjennomføring av CSDR mv.**

#### Kap 9.8.2 Kontohavere

Arbeidsgruppen er delt mht. plikten for et verdipapirregister til å tilby enkeltkonti til alle investorer og ikke kun de som selskapsrettslig er avhengig av en slik konto (kontraheringsplikt). Finans Norge støtter mindretallet i arbeidsgruppen som ikke ønsker en slik kontraheringsplikt. I tillegg til de argumenter som er nevnt i rapporten vil vi påpeke at sett fra kontoførers ståsted vil det være forbundet med høy risiko å måtte åpne konto for

investorer som kontofører ikke har et kundeforhold til, og som befinner deg i andre jurisdiksjoner enn kontoførers. Her vil kontofører i praksis bli tvunget til å basere seg på hvitvasking og kundekontroll utført av tredjeparter uten å reelt kunne påvirke hvilken tredjepart som må brukes. Det kan også være flere ledd tilbake til den som utfører den faktiske kontrollen av en utenlandsk investor.

Videre vil det - som arbeidsgruppen påpeker - være tilfeller hvor kontofører etter nasjonal rett i investors hjemland ikke har lov til å tilby visse finansielle tjenester til investor, og derfor ikke kan opprette enkeltkonto på vegne av kunden, selv om kunden etter norsk rett vil være pålagt å holde sine papirer på enkeltkonto. I den grad kontraheringsplikt fastsettes i lov eller i registerets regelverk, bør registeret ha en likebehandling av sine kontoførere. Det vil si at plikten til å ta imot andre investorer enn egne kunder bør være lik for alle kontoførere.

#### Kap 9.8.2.2 Utstedere

I kap. 9.8.2.2 diskuteres kontraheringsplikt for utstedere. Vi vil minne om at de samme problemstillinger mht. hvitvaskingsregelverket gjør seg gjeldende når en kontofører skal registrere et selskap, som når den skal åpne konto på vegne av en investor. Det vil derfor være selskaper en kontofører ikke kan registrere ut i fra hvitvaskingsproblematikk.

#### Kap 11.4.3 Oppsigelse av kontoførere

Arbeidsgruppen har anført at en helt eller delvis avvikling av kontoførerregimet tidligst kan settes i kraft 12 måneder etter at en slik endring er besluttet av verdipapirregisteret og samtidig ikke før 6 måneder etter at endringen er godkjent av Finanstilsynet.

Finans Norge minner om at en slik endring vil ha stor påvirkning på investorer, kontoførere og andre berørte parter som må omstille seg. Utstedere og/eller investor vil få nye kontraktspartener og en del investorer vil også måtte gjennomføre «due dilligence» prosesser og vurdere den nye motparten. Kontoførere vil måtte forholde seg til bortfall/ endringer av arbeidsoppgaver, noe for særlig de større kontoførerne vil være en større utfordring. Vi vil på denne bakgrunn understreke viktigheten av at arbeidsgruppen forslag om å gi aktørene den nødvendige tid til å tilpasse seg, følges opp ved utrulling av det nye regelverket.

#### Kap 11.4.2 Hvem bør kunne være kontofører

Arbeidsgruppen drøfter i sin rapport om andre enn registeret og dets kontoførere skal ha adgang til å foreta direkte registreringer i registeret. Vi vil påpeke at dersom registeret bruker kontoførere til å føre konti i registeret vil disse være ansvarlig for de opplysninger som fremkommer på kontoen. Hvis registeret åpner for mulighet for investorer og utstedere til å foreta direkte registreringer i registeret på konti en kontofører er ansvarlig for, må kontofører ha mulighet til å legge på kontrollmekanismer og begrensninger som gjør det

mulig å kunne verifisere korrektheten i den informasjonen som registreres i registeret. Hvis ikke vil kontofører påføres en unødvendig risiko i forhold sine forpliktelser overfor registeret.

#### Kap 11.4.4.3 Kontoåpning og prisinformasjon

I 11.4.4.3 foreslår arbeidsgruppen at informasjonsplikten mht. omkostninger som tilligger et verdipapirregister også skal gjelde tilsvarende for kontoførers priser ut til investor. Vi vil påpeke at den pris de ulike kontoførerne tar ut mot fra investor er satt i konkurranse mot de andre kontoførerne. All pristeori tilsier at priser som er forhandlingsbare og som er satt fritt i en konkurransesituasjon vil være mer gunstig for kunden enn priser som er regulerte og ikke-forhandlingsbare.

Etter vår vurdering vil faste forhåndssatte priser gi investorene en merkostnad i forhold til dagens situasjon, spesielt for de større kundene som i dag benytter seg av sin forhandlingsmakt. Finans Norge mener derfor at en regulering av kontoførers priser - i motsetning til en regulering av registerets priser - vil være ugunstig for markedet. Konkurransesituasjon som ligger til grunn for kontoførers prissetting skiller seg vesentlig fra registerets. Dette har for øvrig også gjenspeilet seg i prisutviklingen de senere år.

#### Kap 11.4.4.5 Emisjoners integritet mv.

I 11.4.4.5 problematiserer arbeidsgruppen muligheten for at andre parter enn CSD-en har ansvar for avstemmingen mot eksterne registre etter CSDR artikkel 37 nr. 2. Etter vårt syn er artikkel 37 nr. 2 nettopp oppsatt for å anerkjenne at flere parter enn CSD-en i praksis tar del i avstemmingen, der hvor utstedt mengde må stemmes av mot eksterne registre. Vi leser derfor artikkelen som at den åpner for å videreføre denne praksisen, ikke forhindre den. Vår forståelse av 37 nr. 2 medfører også at den tvil arbeidsgruppen uttrykker i 11.4.1 om anledningen til å benytte kontoførere for sekundærinnførte instrumenter, faller bort.

Det kan innvendes at arbeidsgruppen ikke har tatt inn over seg at behovet for en slik avstemming kan oppstå i mange ulike situasjoner. Rapporten fokuserer imidlertid i stor grad på det tilfellet hvor deler av utstedt mengde i en fremmed CSD innføres i det lokale registeret og hvor samme ISIN overføres via en CSD-link. Det er viktig at departementet tar inn over seg at praksis har vist at i den grad utenlandske selskaper registrerer seg i et norsk register vil ikke nødvendigvis hovedregisteret være registrert i en CSD, men kan også være ført hos registrar, i et «company register» i de land hvor dette brukes til føre aksjonærregisteret eller eventuelt på andre måter. Dette betyr at avstemming må gjøres mot ulike typer registre og involvere ulike type aktører. Videre vil det variere om det er hele eller deler av mengden som er innført i det lokale registeret og som dermed må avstemmes.

Finans Norge vil også vise til den utbredte internasjonale praksisen for å bruke depotbevis i de tilfeller hvor utsteder ønsker sine papirer omsatt i to CSD-er, f.eks i forbindelse med

dualnotering på to markedsplasser. Så vidt vi er kjent med finnes det ingen eksempler på hvor link mellom to CSD-er brukes i de tilfellene der det er utstederen som har behovet for slik dual-registrering. Link er etter det vi kjenner til en ordning drevet frem av investors behov for å samle sitt innehav fra ulike markeder på færre CSD-er, mens depotbevis er internasjonalt brukt der hvor utsteder ønsker å være omsatt i andre markeder enn hjemmemarkedet.

#### Kap 13.4.5 Særlige krav om forsikring eller annen sikkerhet

I 13.4.5 er arbeidsgruppen delt i spørsmålet om hvorvidt et norsk register skal ha særlige krav til forsikring eller annen garantistillelse til fordel for tredjemann. Vi mener særnorske krav - utover de kapitalkrav CSDR oppstiller for en CSD - vil være uheldig da de gir økte kostnader for et norsk register i forhold til andre registre. Dette vil igjen vil gi seg utslag i økte priser og lavere attraktivitet. Finans Norge støtter derfor arbeidsgruppens mindretall i at dagens krav om dette ikke bør videreføres.

#### Kap 14.5.5.2 Godkjenning av forvaltere

Arbeidsgruppen foreslår i 14.5.5.2 å oppheve regelen om at innehavere av forvalterkonti må være godkjent av Finanstilsynet. Samtidig foreslås det ikke opphevelse av reglene i allmennaksjeloven og verdipapirfondsforskriften om at foretak som skal oppføres i eierregisteret i stedet for reell eier.

Etter vårt syn vil dette skape en uklar situasjon for forvalterne. Disse risikerer å føre en konto hvor det en dag ikke står instrumenter som krever at de har godkjenning fra Finanstilsynet, mens de neste dag får inn instrumenter som krever slik godkjenning. Finans Norge mener derfor en videreføring av dagens regelverk vil være mer hensiktsmessig. Vi vil også vise til at det er enkelte regler rundt reduksjon av kildeskatt på en forvalterkonto som forutsetter at kontoen føres av et foretak som har tillatelse fra tilsynet som forvalter.

#### Kap 15.3.3.1 Krav om føring av aksjeeierregister

Arbeidsgruppen foreslår i 15.3.3.1 å formelt skille føringen av verdipapirregisteret fra føringen av aksjeboken. Finans Norge støtter dette forslaget. Det vil harmonisere norsk rett med sammenlignbare land i EU, og vil forhindre konkurransehennende barrierer i forhold til hvor og hvordan norske selskaper kan registrere seg og føre aksjeboken.

Med vennlig hilsen

**Finans Norge**

Per Erik Stokstad  
fagdirektør

Carl Flock  
juridisk direktør