

Finansdepartementet
Finansmarkedsavdelingen
Postboks 8008 Dep
0030 Oslo

18. juni 2013

Høring - forslag til nye eierkontrollregler for børser og verdipapirregistre

1 Innledning med bakgrunn for vår høringsuttalelse

Oslo Børs, Oslo Axess og Oslo ABM (heretter kalt Oslo Børs) spiller en meget viktig rolle i samfunnsøkonomien. Den primære funksjon for Oslo Børs er å legge til rette for at bedrifter kan reise kapital (egenkapital og fremmedkapital). Tilførsel av ny kapital er avgjørende for at bedrifter skal kunne gjennomføre viktige investeringsprosjekter som igjen skaper vekst i økonomien.

De viktigste næringene i Norge er svært kapitalkrevende (for eksempel energi, shipping, oljeservice, sjømat). Selskaper innen disse næringene og andre næringer har hentet inn store mengder kapital over Oslo Børs. Uten denne kapitalinnhenting ville disse selskapet ikke kunnet videreutvikle seg og ekspandere virksomheten slik tilfelle har vært i Norge. Oslo Børs er blitt en verdensledende børs for de ovennevnte næringer. Verdipapirforetak, banker, revisorfirmaer og advokatfirmaer og andre som har spesialisert seg på tjenesteyting til disse næringene, er blant de fremste i verden. Den tunge kompetansen som er bygget opp i Norge "rundt" Oslo Børs er unik. Derfor tiltrekker selskaper innen disse næringene investorer fra hele verden og utenlandske selskaper søker børsnotering i Norge.

Oslo Børs er ikke bare viktig for de ovennevnte næringene. En lang rekke selskaper og offentlige virksomheter reiser kapital over Oslo Børs. Norske selskaper og offentlige virksomheter er gjennomgående små i internasjonal sammenheng. Likevel reises det mer kapital i Norge over Oslo Børs, enn til sammen i våre nordiske naboland hvor Nasdaq OMX eier børsene.

Oslo Børs (særlig aksjemarkedet) fungerer som et korrektiv til bedriftenes adferd. Bedrifter som gjør det bra blir premiært gjennom høyere verdsetting av aksjene. Verdsettingen synliggjøres gjennom handel i annenhåndsmarkedet. Ut fra et samfunnsøkonomisk perspektiv er denne handelen viktig fordi den over tid bidrar til at kapital kanaliseres til de bedrifter og til de investorer som tar de beste beslutningene. Det skaper vekst.

Oslo Børs utfører kontrolloppgaver av offentligrettslig karakter (overvåkning av handel og informasjonsplikt pålagt de børsnoterte bedriftene). At disse oppgavene blir prioritert og utført effektivt og med integritet er svært viktige tilliten til det norske markedet.

Oslo Børs har et styre og en administrasjon som har lagt sterk vekt på børsens primære funksjon (kapitalinnhenting) i motsetning til andre børser som er mest opptatt å tiltrekke seg

handel i annenhåndsmarkedet, for eksempel High Frequency Tradere. Oslo Børs har en nærhet til de viktigste aktørene (utstedere, investorer og verdipapirforetak) som er unik. Det er en viktig forutsetning for at prosessen med børsnotering og kapitalinnhenting skal kunne skje raskt og ryddig.

Oslo er rangert som nr 29 på en verdensindeks over de mest attraktive finanssentra i verden. Det er foran Stockholm (32), København (45) og Helsinki (52). Vi antar at virksomheten på Oslo Børs er en vesentlig årsak til denne positive plasseringen i forhold til våre nordiske naboland.

Til slutt i denne innledningen vil vi trekke frem at en godt fungerende børs er svært viktig for veksten i sysselsettingen. I USA viser undersøkelser at 80-90 pst av sysselsettingsveksten i bedriftene skjer etter at bedriftene har blitt børsnotert. Sterk nedgang i IPOer (Initial Public Offerings) i USA over de siste 10 årene har ført til tap av 10-talls millioner arbeidsplasser. Det har ført til ny (2012) lovgivning i USA (Jumpstart Our Business Startups Act (Jobs Act)), som har som formål å stimulere små og mellomstore bedrifter til å gå på børs ved å lette på de formelle kravene til børsnotering.

Det følger av det ovennevnte at vi mener at Oslo Børs er en institusjon som ivaretar viktige funksjoner i samfunnsøkonomien og som utfører samfunnsviktige oppgaver. Derfor har det en betydning hvem som eier børsen. Vi mener at dagens eierbegrensingsregler har gitt Oslo Børs en eierstruktur som har støttet opp om børsens prioriteringer og virksomhet. Vi frykter at en overgang fra eierbegrensingsregler til eierkontrollregler kan sette Oslo Børs ”i spill”. Vi finner det underlig at EFTA-domstolen kan komme til den konklusjon at eierbegrensingsreglene som gjelder for Oslo Børs er i strid med EØS-retten om fri flyt av kapital og etablering. Tvert i mot mener vi at disse reglene har bidratt til at selskapene på Oslo Børs er attraktive for internasjonale aktører og dermed bidratt til internasjonalisering av norsk næringsliv. Flyten av kapital og etableringer som generelt skapes ut fra aktiviteten på Oslo Børs burde anses som et langt viktigere bidrag til et felles europeisk kapitalmarked, enn å åpne for oppkjøp av Oslo Børs.

2 Opprettholdes av dagens eierbegrensingsregler for ikke-EØS borgere/foretak

Vi kan ikke se at det er noen til hinder for å opprettholde dagens eierbegrensingsregler i forhold til ikke-EØS borgere/foretak. Vi vil peke om at det ikke er usannsynlig at foretak utenom EØS-området kan være potensielle kjøpere av Oslo Børs. Vi vil minne om at Dubai-børsen også la inn bud på Stockholm OMX da Nasdaq fremsatte sitt oppkjøpstilbud i 2006. Denne budkampen endte med at Investment Corp. of Dubai ble største aksjonær i Nasdaq OMX.

Dersom man opprettholder dagens eierbegrensingsregler for ikke EØS-borgere/foretak må det etter vår oppfatning være mulig å skjære gjennom i forhold til foretak som er etablert innen EØS, men som er eid av foretak fra utenom EØS-området. Det bør ikke være så enkelt at foretak fra utenom EØS-området kan opprette selskap uten egen virksomhet i Europa, for så å slippe unna eierbegrensingsreglene som gjelder for eksempel for Oslo Børs. Det avgjørende bør være hvor beslutningsmyndigheten reelt sett ligger, i selskapet etablert i EØS eller utenfor. På samme måte som Finanstilsynet foreslår at man ved egnethetsvurdering kan gå til bakenforliggende eiere, må man kunne gjøre det samme ved eierbegrensingsregler. Vi er klar over at det forslaget vi fremmer vil innebære at eierbegrensingsreglene fortsatt vil være gjeldene overfor for eksempel amerikanske børser, men ikke ovenfor europeiske børser. Det er også hensikten av grunner vi vil kommentere senere i denne uttalelsen.

3 Oppkjøpsbølgen i Europa

Vi er overbevist om at de nasjonale børsene har den beste ekspertise til å utvikle en markedsmodell (måte å organisere handelen på) som er tilpasset nasjonale forhold. De

nasjonale børsene har gjerne en svært lang historikk og kjenner nasjonalt næringsliv inngående. Oslo Børs har en markedsmodell som er utviklet i samarbeid med brukerne og som er tilpasset norske forhold.

Oslo Børs har i sin høringsuttalelse beskrevet hvorledes de amerikanske børsene, NYSE Euronext og Nasdaq OMX, har blitt eier av 11 nasjonale børser i Europa. Nasdaq har også forsøkt å kjøpe opp London Stock Exchange uten å lykkes. Vi vil i tillegg peke på at amerikanske aktører står bak en rekke andre handelsplasser i Europa som er definert som multilaterale handelsfasiliteter (MTF'er) samt mer uregulerte handelsplasser (Dark Pools, Brokers Crossing Networks m.m).

Oslo Børs dokumenter i sin høringsuttalelse at det neppe har vært til noen fordel for næringsutviklingen i de landene hvis børser er blitt kjøpt opp av de amerikanske børsene. Antall noterte selskaper har stort sett gått ned, og kapitalinnhenting er redusert. Vi er fullt ut innforstått med at finanskrisen og derav følgende krise i realøkonomien i mange av landene innen sfæren til Nasdaq OMX og NYSE Euronext har vært en sterkt medvirkende årsak til denne negative utvikling. Likevel kan det på ingen måte utelukkes at overgang til markedsmodeller på de nasjonale børsene som blir mer lik markedsmodellene til de amerikanske børsene, også er en del av forklaringen. Gjennomgående fremmer disse markedsmodellene handler i de store, likvide selskapene samt gir insitamenter til High Frequency Trading. Ettersom amerikanske europeiske børser endrer markedsmodellen i denne retning blir markedsstrukturen i Europa mer lik markedsstrukturen i USA. Europa ligger fortsatt noen år bak USA, men utviklingen går i samme retning.

I den senere tid er det publisert en rekke rapporter som peker på at markedsstrukturen i USA har vært svært negativ for særlig små og mellomstore bedrifter. Vi viser for eksempel til rapporten *Rebuilding the IPO On-Ramp* (forarbeid til Jobs Act) og OECD Corporate Governance Working Paper No 8 og 9 fra 2013.

De amerikanske aktørene som er pådriver for endring av markedsstrukturen i Europa, vil naturlig nok "kopiere" den amerikanske markedsstrukturen. De amerikanske børsene er svært kommersielle i sin virksomhet og prioriterer de områder hvor de største inntektene kan skapes. For eksempel har de amerikanske børsene vært pådrivere bak en utvikling som fremmer høyhastighetshandel basert på aktørenes analyse av markedsdata. Videre har børsene innført avgiftssystemer som stimulerer til høyest mulig handel. Dermed har man sett en utvikling hvor "trading" har erstattet "investering". For eksempel er bare 3 pst av handelen i Apple (verdens mest omsatte aksje) eierskifter.

Det er mye som tyder på at denne høyhastighetshandel i de store såkalte ultralikvide aksjene i USA har positive sider ved at forskjellen mellom kjøps og salgspriser blir minimal, volatiliteten reduseres og handelen blir billigere for investorene. På den annen side har man sett fra USA at det motsatte er tilfelle for de små og mellomstore selskapene som er blitt mindre attraktive for investorer og får større problemer med å innhente kapital.

I Oslo Børs sin markedsmodell (handelsregler) er det restriksjoner som virker begrensende på High Frequency Trading. Børsen har heller ikke forsøkt å tiltrekke slik handel gjennom for eksempel avgiftsstrukturen. Det følger av det ovennevnte at vi mener at man løper en risiko for at Oslo Børs må endre markedsmodellen dersom børsen blir kjøpt opp av for eksempel en amerikansk børs. Det er en betydelig risiko for at en slik endring vil få negative følger for næringsutviklingen i Norge fordi Oslo Børs preges av små og mellomstore bedrifter.

4 Eierkontrollregler

Som det fremgår foran er vi klart i favør av å opprettholde dagens eierbegrensingsregler så langt det lar seg gjøre. Dersom eierkontrollregler erstatter eierbegrensingsregler, må det etter vår oppfatning være en restriktiv praksis mht å godkjenne erverv utover dagens

eierbegrensningsregler i børsløven. Vi viser i den forbindelse til de hensyn som ligger bak dagens eierbegrensningsregler i børsløven.

I NOU 1999:3 er blant annet følgende uttalt:

«Etter utvalgets oppfatning er det en viktig forutsetning for integritet at markedsplassen har flere eiere. I denne forbindelse er eierbegrensninger et virkemiddel som er brukt for sentrale institusjoner i finansmarkedet. -----

Samtidig er børsen en sentral del av infrastrukturen i verdipapirmarkedet. Eierbegrensningsregler vil medvirke til maktspredning på dette området og vil hindre at enkelteiere og særinteresser skaffer seg en dominerende innflytelse som kan true børsens selvstendighet og integritet, samt svekke tilliten til infrastrukturen.»

Etter vårt syn er det viktig at egnethetstesting må kunne gå ut over de kriterier som er listet opp i Finanstilsynets forslag til lovbestemmelse, gitt at ervervet helt eller delvis er ledd i oppkjøp av Oslo Børs. For eksempel må det kunne stilles krav til at markedsmodellen på børsen ivaretar hensynet til næringsstrukturen i Norge og for øvrig bidrar til å legge forholdene best mulig til rette for at små og mellomstore bedrifter kan hente kapital i ”børsmarkedet”. Videre må det kunne stilles krav til utførelse av kontrolloppgaver som er hensiktsmessig at børsen utfører.

5 VPS

Vi har i denne høringsuttalelsen først og fremst omtalt betenkeligheter knyttet til endring av eierbegrensningsreglene i forhold til Oslo Børs. Vi vil fremheve at de hensyn som taler for å opprettholde eierbegrensningsregler for Oslo Børs også gjelder for VPS. Oppgjørssystemet som VPS administrerer knyttet til handelen på Oslo Børs er en svært viktig del av infrastrukturen i det norske kapitalmarkedet. VPS har også sentrale samfunnsviktige funksjoner som rettighetsregister, aksjeeierregister og skatterapportering.

Derfor mener vi at endringene i børsløven og verdipapirregisterloven, samt praktiseringene av eierkontrollen (egnetstesting), må være lik for børs og verdipapirregister.

Med vennlig hilsen
Norges Fondsmeglerforbund

Per Broch Mathisen
Adm dir