

Næringslivets Aksjemarkedsutvalg

Sekretariat:
Næringslivets Hovedorganisasjon

Vår dato 09.10.2014 *Vår ref.* 273-26224

Deres dato *Deres ref.*

Finansdepartementet
Finansmarkedsavdelingen
Postboks 8008
0030 Oslo

Også sendt elektronisk til postmottak@fin.dep.no

INNSYN I OBLIGASJONSEIERREGISTERET – BEHOV FOR VURDERING AV LOVENDRING

Næringslivets Aksjemarkedsutvalg er kjent med at Oslo Børs i brev 7. desember 2012 til Finansdepartementet har tatt til orde for at departementet må vurdere nødvendige regelverksendringer som åpner for innsyn for utsteder i obligasjonseierregisteret under visse forutsetninger. Så vidt vi forstår, har departementet ikke konkludert på forespørselen. Vi støtter initiativet fra Oslo Børs, og vil redegjøre nærmere for vårt syn nedenfor.

1. Om Næringslivets Aksjemarkedsutvalg (NAU)

NAU er opprettet av Næringslivets Hovedorganisasjon (NHO), Finans Norge, Hovedorganisasjonen Virke og Norges Rederiforbund. NAU startet sin virksomhet 15. desember 1987.

NAU har til formål å virke for et sunt og vitalt norsk verdipapirmarked til næringslivets og samfunnets beste. NAU skal følge utviklingen i verdipapirmarkedet og arbeide for at markedet innrettes slik at det kan fylle sin funksjon som formidler av kreditt og egenkapital til norsk næringsliv. NAUs formål fremmes gjennom utforming av anbefalinger om god aksjemarkedsskikk, uttalelser i prinsipielle saker som fremmes for utvalget, og faglige utredninger og informasjon.

I den senere tid har NAU rettet et særlig fokus på utviklingen av obligasjonsmarkedet i Norge. Obligasjonsmarkedet er svært viktig som kapitalkilde for næringslivet; det være seg innen finans, industri, energi, varehandelsvirksomhet og rederinæringen. Per i dag er det utestående volumet i det norske obligasjonsmarkedet på ca. 1900 milliarder kroner. Det tilsvarer omlag den samlede verdien av aksjene på Oslo Børs. Denne delen av kapitalmarkedet er imidlertid svakere utviklet enn aksjemarkedet, hva angår sentrale forhold ved et velfungerende verdipapirmarked som gjennomsiktighet og likviditet.

Postadresse
Sekretariat: Næringslivets Hovedorganisasjon
Postboks 5250 Majorstua
N-0303 OSLO

Kontoradresse
Middelthuns gate 27
OSLO

Telefon 23 08 80 00
Telefaks 23 08 80 01

2. Dagens regler – et hinder for åpenhet

Alle norske allmennaksjer og ihendehaverobligasjoner skal innføres i et verdipapirregister, jf. verdipapirregisterloven § 2-1. VPS ASA er i dag den eneste institusjonen i Norge med konsesjon til å drive et slikt rettighetsregister. I registeret registreres hvem som er utsteder av instrumentet og hvem som er eier av instrumentet. Når det gjelder obligasjoner, er også andre opplysninger som obligasjonslånets løpetid, rentevilkår, og eventuelle andre opplysninger, registrert.

Tillitsvalgte, ansatte og revisorer i et verdipapirregister er i henhold til verdipapirregisterloven underlagt taushetsplikt om det de gjennom sitt arbeid får vite om noens forretningsmessige eller personlige forhold. Hvem som eier et registrert instrument (aksje eller obligasjon) omfattes av dette, og informasjon om eierskap skal dermed i utgangspunktet ikke utleveres. Verdipapirregisterloven § 8-2 gir enkelte unntak fra taushetsplikten. Blant annet har kontohaver rett til å få alle opplysninger som er registrert på kontoen. Utsteder av instrumentet eller allmennheten, er ikke gitt rett til innsyn i registrerte opplysninger. Aksjeeierboken, som føres av selskapet, er imidlertid tilgjengelig for enhver, jf. aksjeloven § 4-6 og allmennaksjeloven § 4-5.

3. Behovet for mer åpenhet – særlig rundt eierskap

Det norske obligasjonsmarkedet er en svært viktig finansieringskilde for både norske og utenlandske virksomheter. Markedet har vokst og utviklet seg betydelig de senere år, og obligasjoner som finansieringskilde forventes å fortsette å øke som følge av at bankene nå møter strengere kapitalkrav. Omsetningsvolumet er rekordhøyt, både hva gjelder utstedelse av nye lån og i annenhåndsmarkedet.

Obligasjonsmarkedet er i motsetning til aksjemarkedet preget av lite gjennomsiktighet både hva gjelder børshandel og eierskap. NAU mener at åpenhet og transparens er helt sentrale forutsetninger også for et tillitsskapende og velfungerende obligasjonsmarked, og at markedets utvikling og betydning de senere år tilsier at norske myndigheter bør igangsette en helhetlig gjennomgang av gjeldende regler for obligasjoner med tanke på mer åpenhet.

Gjennom åpenhet skapes aktørenes tillit til obligasjonsmarkedet. Graden av tillitt er styrende for den prisfastsettelsen som skjer i kapitalmarkedet. Er tilliten høy blir risikopremien som må betales tilsvarende lav, og omvendt. For obligasjonsutstedere som er ute etter så gode lånebetingelser som mulig, vil økt tillitt føre til lavere risikopremie og dermed lavere kapitalkostnad. Desto mer åpne og tilgjengelige obligasjonslånene er, desto billigere blir det altså for bedriftene å finansiere seg i obligasjonsmarkedet.

NAU mener at et første steg i en tilnærming til mer åpenhet i obligasjonsmarkedet bør være en liberalisering av gjeldende regler for innsyn i obligasjonseierregisteret. En slik innsynsrett kan tenkes etablert for allmennheten eller være begrenset til den enkelte utsteder. Dersom man skal begrense innsynsretten til utstederne oppstår spørsmålet om det skal gjelde en ubetinget innsynsrett for disse eller om en eventuell rett til innsyn må avtales for hvert enkelt obligasjonslån.

NAU mener at markedet i første omgang er best tjent med en regelverksendring som åpner for at utsteder gjennom forhandlinger med investorene kan avtale seg frem til en innsynsrett i eierregisteret. En slik avtalebasert innsynsrett vil i så fall utgjøre et av lånevilkårene for obligasjonen, som også vil gjelde for senere erververe ved annenhånds omsetning av obligasjonen. En innsynsrett basert på avtale vil gjøre det opp til den enkelte utsteder og

investor om utsteder skal ha en slik rett. Investor vil avhengig av om anonymitet er avgjørende for ham kunne velge om han ønsker å investere i et lån med eller uten innsynsrett for utsteder. En adgang til å avtale innsynsrett for utsteder vil dermed være en fleksibel ordning der hensynet til både utsteder og investorsiden vil være ivaretatt.

I forarbeidene til verdipapirregisterloven er reglene om taushetsplikt om eierforhold i obligasjoner begrunnet med at en utvidet innsynsrett ikke i tilstrekkelig grad var utredet, og videre med at en norsk regel om innsynsrett i eierforhold vil kunne virke negativt for det norske obligasjonsmarkedets konkurranseevne ved at investorer vil søke til utenlandske markeder der innsyn i eierforhold ikke er aktuelt.

I relasjon til en ordning med avtalebasert innsynsrett deler ikke NAU forarbeidenes bekymring for en investorflukt. En mulighet for avtalebasert innsynsrett for utsteder vil etter vår oppfatning begrense seg selv. Dersom det skulle vise seg at en innsynsklausul i obligasjonsavtalen vil gjøre det vanskelig å tiltrekke seg investorer til det aktuelle lånet, er NAU ikke i tvil om at en utsteder på leting etter finansiering heller vil velge å fraskrive seg innsynsklausulen enn å miste potensielle investorer. En ordning med mulighet for avtalebasert innsynsrett for utsteder vil dermed kun bli benyttet i den utstrekning markedet finner det akseptabelt, og ordningen vil dermed ikke tvinge investorer ut i andre markeder der innsyn ikke er aktuelt.

NAU er dessuten kjent med at mange obligasjonsutstedere opplever dagens obligasjonsregelverk med skjult eierskap som problematisk. En innsynsrett for utsteder i obligasjonseierregisteret vil gi kjennskap til långivernes identitet og dermed gi mulighet til å kunne kommunisere direkte med disse. Dette kan gi mer fleksible løsninger for utsteder. I forbindelse med for eksempel restruktureringer, forhandlinger om renter og tilbakekjøp kan utsteder ha behov for å ta direkte kontakt med en eller flere långivere, uten å måtte involvere Nordic Trustee eller VPS. En annen fordel for utsteder er at han vil kunne få lavere kostnader ved senere låneopptak ettersom han kan rette tilbud til de investorer som han vet tidligere har funnet hans obligasjonsutstedelser interessante som investeringsobjekt.

4. Anmodning om å vurdere lovendringer

NAU er kjent med at Oslo Børs i et brev til Finansdepartementet av 7. desember 2012 har fremført tilsvarende synspunkter rundt åpenhet i obligasjonseierregisteret som det NAU har fremført ovenfor. Oslo Børs har i brevet anmodet Finansdepartementet om å gjøre en ny vurdering av hensikten med skjult eierregister for obligasjonseiere overfor utsteder. Av Finansmarkedsmeldinga 2013 framgår det at departementet fremdeles har henvendelsen til behandling.

NAU er også kjent med at Finansdepartementet har til behandling en anmodning om tolkningsuttalelse fra advokatfirmaet Thommessen fra 2008 knyttet til lovligheten av avtalebasert innsynsrett for utsteder i obligasjonseierregisteret. Departementet har så langt vi er kjent med ikke besvart denne henvendelsen.

NAU tillater seg derfor å fremsette en ny anmodning til departementet om å vurdere mulige lovendringer som vil legge til rette for mer åpenhet i obligasjonsmarkedet. Et første steg i en tilnærming til mer åpenhet bør være å gi partene i et obligasjonslån muligheten til å avtale en innsynsrett for utsteder i eierregisteret for obligasjoner.

Med vennlig hilsen
NÆRINGSLIVETS AKSJEMARKEDSUTVALG


Peik Norenberg
Leder

Kopi: Oslo Børs, NHO, Finans Norge, Rederiforbundet, Virke