

Finansdepartementet
Postboks 8008 Dep
0030 Oslo

Inngis elektronisk

Oslo 8. februar 2017

Deres ref
15/3591

Høring - Forslag til ny verdipapirregisterlov og regler om innsyn i hvem som eier obligasjoner

Det vises til høringsbrev fra Finansdepartementet datert 8. november 2016 og vedlagte rapport om gjennomføring av CSD-forordningen og innsyn i hvem som eier obligasjoner.

I rapporten foreslås en ny lov om registrering av finansielle instrumenter og om verdipapir-oppgjør, som skal avløse dagens lov om registrering av finansielle instrumenter. Den nye loven tar sikte på å gjennomføre forventede EØS-regler som tilsvarer CSD-forordningen. I tillegg har arbeidsgruppen, i tråd med mandatet, foretatt en rekke vurderinger knyttet til innsyn i hvem som eier obligasjoner, og fremmet et konkret lovforslag i den forbindelse.

Verdipapirfondenes forening – næringspolitikk (VFFN) har ingen merknader til forslag til ny verdipapirregisterlov som vil gjennomføre CSD-forordningen i norsk rett. Vi ønsker imidlertid å knytte noen merknader til den delen av rapporten som omhandler innsyn i hvem som eier obligasjoner.

Generelt er vi av den oppfatning at åpenhet om hvem som eier finansielle instrumenter er et sunt prinsipp og at åpenhet generelt vil føre til et mer effektivt kapitalmarked. Vi vil nedenfor gi noen kommentarer til rapporten om henholdsvis avtalebasert innsyn og lovbestemt innsyn for utstedere og allmennheten.

Avtalebasert innsyn

Når det gjelder innsyn i hvem som eier obligasjoner har arbeidsgruppen et bundet mandat ved at den er bedt om å vurdere og foreslå lovbestemmelser som gir utstedere av obligasjoner adgang til å avtalefeste rett til løpende innsyn i hvem som er registrerte eiere av obligasjonene. Innsynet skal også gi rett til å få informasjon fra forvaltere om hvem som eier de obligasjoner forvalteroppdraget omfatter.

Verdipapirregisteret er i utgangspunktet bundet av en taushetsplikt som forhindrer innsyn for utstederne. Arbeidsgruppen legger til grunn at utsteder på visse vilkår har rett til å avtale innsyn med tegnerne/obligasjonsinvestorene og at verdipapirregisterets taushetsplikt kan settes til side, forutsatt at utsteder har et rettslig krav på innsyn. For å legge til rette for innsyn for utsteder foreslår arbeidsgruppen å lovfeste en plikt for verdipapirregisteret til å utlevere obligasjonsregisteret til utsteder, når slik innsynsrett fremgår av låneavtalen. En tilsvarende forpliktelse foreslås også lagt på forvalter i de tilfeller obligasjonene er registrert på forvalterkonto. Bestemmelsen får kun anvendelse for obligasjoner som er innført i et norsk

verdipapirregister. VFFN har ingen merknader til selve lovforslaget og antar at forslaget vil legge til rette for at utstederne kan få det nødvendige innsyn, dersom dette er avtalt i lånedokumentasjonen.

En rett for utsteder til å få innsyn i hvem som eier obligasjoner reiser imidlertid en del viktige problemstillinger. Når det legges til rette for at utstederne kan få innsyn i hvem som er eiere, gir det også mulighet til å kunne kontakte enkelte obligasjonseiere eller eiergrupperinger direkte, og på den måten øke risikoen for forskjellsbehandling av obligasjonseierne. Etter vår oppfatning er bilateral kontakt eller forhandlinger mellom utsteder og en enkelt obligasjonseier/eiergruppering normalt uheldig og strider mot prinsippet om likebehandling av obligasjonseierne. Innsyn vil også innebære en økt risiko for at obligasjonseiere ikke får tilgang til lik informasjon eller at informasjon ikke tilflyter alle obligasjonseiere til samme tid. En situasjon der utstederne kan kontakte den enkelte obligasjonseier direkte, stiller dermed strenge krav til utsteders informasjonshåndtering generelt og særlig til utsteders bevissthet om og etterlevelse av innsideregulene. Kjennskap til hvem som er obligasjonseiere vil også kunne være innsideinformasjon som må håndteres i henhold til innsideregulene.

Hvis utsteder har avtalt en rett til innsyn i hvem som eier obligasjoner bør det oppstilles klare betingelser i lånedokumentasjonen om utsteders behandling av denne informasjonen, herunder utsteders rett til å videreformidle informasjon om eierforhold til medhjelpere, andre investorer og eventuelt til allmennheten. Bestemmelser knyttet til innsyn bør fremkomme samlet i lånedokumentasjonen, slik at investor enkelt kan skaffe oversikt over hvem som kan få innsyn i eierforholdene.

Lovfestet innsyn for utsteder og allmennheten

I tråd med mandatet har arbeidsgruppen også gitt en overordnet vurdering av spørsmålet om det bør lovfestes en generell rett til innsyn for obligasjonsutsteder og allmennheten i obligasjonseierforhold uten avtaleregulering. Det er forutsatt i arbeidsgruppens mandat at det ikke skal foretas en inngående utredning av problemstillingen eller fremsettes konkrete forslag til lovtekst. Arbeidsgruppen har drøftet – men uten å konkludere – fordeler og ulemper ved lovfestet innsyn for obligasjonsutsteder og for allmennheten, samt redegjort for ulike problemstillinger knyttet til slik innsynsrett.

Arbeidsgruppen reiser etter vår oppfatning en rekke relevante spørsmål og problemstillinger knyttet til en generell lovfestet innsynsrett. Generelt er vi positiv til tiltak som fører til økt åpenhet om eierskap i finansielle instrumenter. En forutsetning må imidlertid være at slik åpenhet fører til et mer effektivt kapitalmarked, kjennetegnet ved styrket tillit til markedet blant investorer og utsteder, økt kapitaltilgang og lavere kapitalkostnad for utsteder. Vi har ovenfor påpekt det vi oppfatter som risikoer for forskjellsbehandling av obligasjonseiere og problemstillinger knyttet til håndtering av innsideinformasjon som følge av avtalebasert innsyn i obligasjonseierforhold. Disse problemstillingene vil også gjøre seg gjeldende hvis det lovfestes en generell innsynsrett for utsteder og allmennheten. Foreningen mener derfor at eventuell innføring av en lovfestet innsynsrett for utsteder og allmennheten vil kreve en langt grundigere vurdering av de problemstillingene som arbeidsgruppen omtaler i sin rapport.

VFFN er av den oppfatning at den norske tillitsmannsordningen fungerer godt og har bidratt til likebehandling av obligasjonseiere, ordnede forhold og standardisering i obligasjonsmarkedet. Arbeidsgruppen påpeker i sin rapport at lovfestet åpenhet om eierforholdene i obligasjoner vil kunne svekke tillitsmannens rolle, og at dette i tilfelle vil virke negativt på det norske markedet. Vi støtter denne vurderingen og mener at man bør være

varsom med å innføre endringer i det norske obligasjonsmarkedet som kan svekke dagens tillitsmannsordning.

Som det påpekes i rapporten kan åpenhet om maktstrukturer i næringslivet være et gode i seg selv. Arbeidsgruppen viser blant annet til at opplysninger om hvem som eier aksjer er tilgjengelig for allmenheten. I motsetning til aksjonærene har obligasjonseierne i et selskap ingen styringsrett over selskapet så lenge selskapet betjener obligasjonsgjelden. I så måte skiller ikke obligasjonseierne seg fra selskapets øvrige kreditorer. Vi vil hevde, som arbeidsgruppen også påpeker i sin rapport, at allmenheten i «normalsituasjoner» vil ha begrenset nytte eller interesse av innsyn i hvem som eier obligasjoner. Videre vil innsyn i obligasjonseierregisteret bare gi delvis innsyn i hvem som eier obligasjoner så lenge obligasjonsinvestorer har adgang til å registrere sine innehav via forvalter. Vi forutsetter her at en eventuell lovfestet rett til innsyn for allmenheten vil være begrenset til det som fremgår av eierregisteret.

En lovfestet rett til innsyn i hvem som eier obligasjoner er så vidt foreningen er kjent med ikke i tråd med internasjonal praksis. I tillegg er det norske obligasjonsmarkedet et lite marked med få aktører. Foreningen mener dette tilsier at man bør være varsom med å innføre tiltak som kan medføre store endringer i hvordan markedet er innrettet på, og som kan medføre at det norske markedet vurderes som spesielt.

Med vennlig hilsen
Verdipapirfondenes forening - næringspolitikk



Bernt S. Zakariassen
adm. direktør