

# HØRING AV NOU 1998:19 FLEKSIBEL PENSJONERING

*Brev fra Norges Bank til Finansdepartementet 31. mai 1999*

Det vises til Finansdepartementets brev av 9. februar der det bes om Norges Banks kommentarer til NOU 1998:19 Fleksibel pensjonering.

## 1. Bakgrunn

Verdiskapingen og velferdsutviklingen i Norge er avhengig av at arbeidsmarkedet fungerer godt, og at flest mulig av de som ønsker det, er sysselsatt. Samtidig er velferdsstaten utviklet med sikte på å sikre et inntektsgrunnlag for personer som faller utenfor arbeidsmarkedet. Utformingen av et alderspensjonssystem står sentralt i avveiningen mellom fordelingen av velferdsgodene på den ene siden og på den andre siden hensynet til å ivareta grunnlaget for verdiskapingen.

Arbeidstakerne trekker seg stadig tidligere ut av arbeidslivet. Mens det i 1980 var rundt 50 prosent i aldersgruppen 64-66 år som var yrkesaktive, har denne andelen falt til om lag 35 prosent i dag. I løpet av perioden 1994-1997 sank den forventede pensjonersalderen for en 50-åring med om lag syv måneder (til 62 år og 9 måneder). Det innebærer at det både absolutt sett og i forhold til antall trygdede blir færre yrkesaktive i befolkningen. Dermed øker også forsørgelsesbyrden for de yrkesaktive.

Belastningen på de yrkesaktive har et motstykke i virkningene på statens finanser. De etablerte tidligpensjonsordningene vil legge beslag på en økende andel av statens utgifter. Demografiske forhold og en økende tendens til at folk trekker seg tidligere ut av arbeidslivet vil medføre en rask og betydelig økning i finansieringsbyrden. Befolkningsfremskrivninger viser at antall alderspensjonister (inkludert AFP-pensjonister) vil øke med 70 prosent over en periode på 50 år. Selv om det legges til grunn uendret yrkesfrekvens, vil antall yrkesaktive pr. pensjonist falle fra om lag 2,5 til 1,7 over den samme perioden. I tillegg bidrar opparbeidningen av større tilleggspensjoner til økte fremtidige pensjoner til den enkelte pensjonist. Som andel av BNP har utvalget anslått folketrygdens utgifter til å bli mer enn fordoblet (fra 8 til 17 prosent) frem mot år 2050.

## 2. Vurdering

Etter Norges Banks syn bør det gjennomføres tiltak som kan øke eldre arbeidstakers insentiv til å bli lenger i arbeid. Det vil være viktig å fjerne sterke økonomiske insentiver til tidligpensjonering og disinsentiver til å utsette pensjoneringstidspunktet. Dersom den gjennomsnittlige pensjonersalderen fortsetter å falle, vil både det fremtidige fallet i arbeidsstyrken og økningen i de fremtidige pensjonsforpliktelsene forsterkes. Dette vil svekke mulighetene til å løse andre viktige velferdsoppgaver.

Fallet i yrkesdeltakingen blant eldre henger sammen med økt andel uføretrygdede og økt utnyttelse av ulike tidligpensjonsordninger. Andelen AFP-pensjonister har økt gjennom hele 1990-tallet. Ordningen er utvidet og den nedre aldersgrensen har falt. Ifølge utvalget var tilgangen av nye AFP-pensjonister spesielt stor i 1998, da den økte med nær 55 prosent i løpet av årets ti første måneder. Det er grunn til å tro at utnyttelsen av AFP-ordningen vil tilta i årene fremover, dels fordi flere vil kunne benytte ordningen og dels fordi økt bruk av ordningen vil påvirke holdningen til tidligpensjonering, slik utvalget påpeker. I løpet av en 20-årsperiode vil antallet personer mellom 60 og 66 år øke med 60 prosent. Potensialet for en økning i antall tidligpensjonister er dermed betydelig i løpet av en relativt kort periode. Norges Bank deler utvalgets syn på at dette over tid kan få alvorlige samfunnsmessige konsekvenser i form av økt forsørgelsesbyrde for fremtidige yrkesaktive.

Store inntekter fra oljeproduksjonen bidrar i dag til at den norske stat har store budsjettoverskudd. Den kraftige økningen i pensjonsutgiftene kommer imidlertid etter at oljeproduksjonen har passert toppen, og statens oljeinntekter vil gradvis bli redusert. Et system som gjør tidligpensjonering attraktivt både for arbeidstakere og arbeidsgivere vil være særlig uheldig fordi det både fører til økte utgifter og lavere yrkesdeltaking.

Det norske arbeidsmarkedet er i utgangspunktet relativt stramt med knapp tilgang på arbeidskraft til mange prioriterte oppgaver blant annet i offentlig sektor. Dersom stadig flere trekker seg tidlig ut av

arbeidslivet, kan vi få en situasjon der det blir vanskelig å løse viktige oppgaver i velferdsstaten.

Finansieringsbyrden for de yrkesaktive kan reduseres ved å øke den gjennomsnittlige avgangsalderen. En slik løsning kan bety lavere samlet velferd dersom det viser seg at den økende tidligavgangen er et resultat av en gjennomgående økning i preferansene for fritid, for eksempel som følge av den generelle velstandsutviklingen. Det blir da en avveining om velferdsøkningen som følger av mer fritid (tidligere pensjonering) er større enn den velferdsøkningen som følger av økt verdiskaping ved at den enkelte blir lenger i arbeid.

Problemet med det nåværende systemet for førtidspensjonering er at den enkelte arbeidstaker ikke konfronteres med denne avveiningen. Kostnadene forbundet med pensjonsbeslutningen veltes i stor grad over på samfunnet, herunder på generasjoner av fremtidige yrkesdeltakere som ikke nå har muligheter til å påvirke beslutningen. Norges Bank vil peke på at det å belaste fremtidige generasjoner på denne måten utgjør et demokratisk problem. Det tilsier varsomhet med å innføre eller utvide denne type ordninger.

Utvalget foreslår at de årlige pensjonsutbetalingene skal bli lavere desto tidligere man går av med pensjon, og høyere jo lenger en blir i arbeid. Den oppsamlede pensjonsinntekten for den enkelte blir dermed i større grad uavhengig av pensjoneringstidspunktet enn nå. Norges Bank mener at det gir en bedre avveining mellom ulike hensyn at den enkelte selv i større grad blir stilt overfor kostnadene ved tidligpensjonering.

Norges Bank ser at en slik løsning kan ha andre fordelings effekter enn dagens ordninger. Det kan blant annet bli vanskeligere å gå tidlig av med pensjon for lavinntektsgrupper og grupper som i perioder har vært borte fra arbeidsmarkedet. Det har på den annen side vist seg vanskelig å etablere selektive ordninger som skal treffe bestemte grupper. AFP er et eksempel på dette. Ordningen ble opprettet med det formål å være et tilbud for dem som hadde stått lenge i tungt arbeid. I dag omfattes om lag 60 prosent av de yrkesaktive av AFP-ordningen, og antallet som benytter seg av ordningen øker sterkt. AFP-ordningen slik den i dag virker, er derfor lite treffsikker ut fra fordelingshensyn.

I dag er det forholdsvis kort opptjeningstid for å kvalifisere for AFP-pensjon, samtidig som en betydelig andel av utgiftene til ordningen blir båret

av bedriften. Staten finansierer 40 prosent av pensjonsutbetalingene til 64-, 65- og 66-åringer i privat sektor – resten dekkes av bedriftene. Dette innebærer store forventede kostnader for bedrifter som ansetter arbeidstakere som nærmer seg pensjonsalderen. Dette kan gi økt strukturledighet blant arbeidssøkere som er i 50-årene. Norges Bank ser derfor at det ikke bare er på arbeidstakerens side det er behov for tiltak. De nåværende ordningene kan indirekte føre med seg et press på eldre yrkesaktive til å slutte å jobbe. Gråsonen mellom frivillig og «ufrivillig» pensjonering er trolig stor. En kan ikke utelukke at arbeidsgivere har benyttet AFP-ordningen som ledd i å bytte ut eldre arbeidstakere før tiden. Dette kan bidra til at eldre arbeidstakere blir stigmatisert i arbeidsmarkedet. AFP-ordningen innebærer at den samlede pensjonsutbetalingen blir større jo tidligere man går av (etter fylte 62 år). Kombinert med mer lempelige skatteregler for pensjonister, gir dette sterke insentiver for bedriftene til å ansette yngre arbeidstakere, og samtidig sterke insentiver hos arbeidstakere til å pensjonere seg tidlig. Ved å subsidiere tidligpensjonering bidrar dermed myndighetene (og partene i arbeidslivet) aktivt til å stimulere folk til å gå av med pensjon. Dette illustrerer at en tidligpensjonsordning etter dagens modell lett kan bli en normal pensjonsordning.

### 3. Oppsummering

Eldre vil utgjøre en økende andel av Norges befolkning. Folketrygdens utgifter vil øke kraftig de neste tyve årene som en følge av eldrebølgen. Det skal forholdsvis lite til før en ytterligere økning i statens utgifter, ut over det som følger av en nøytral finanspolitikk i årene fremover, fører til at myndighetene får redusert handlefriheten i finanspolitikken vesentlig. Det realøkonomiske motstykket til dette er at utgiftene til livsopphold for de eldre må dekkes av stadig færre yrkesaktive.

De siste årene har andelen eldre arbeidstakere falt betydelig. Statistisk sett er forventet pensjonersalder for en 50-åring nå 62 år og 9 måneder. Nye ordninger, som AFP og tidligpensjon, må antas å ha bidratt til denne utviklingen. Det foreligger til dels sterke insentiver både for arbeidstakere og arbeidsgivere til å gå stadig tidligere av med pensjon. Det er derfor sannsynlig at trenden i retning av lavere gjennomsnittlig pensjonsalder vil fortsette med de nåværende ordningene for tidligpensjonering.

Denne utviklingen har to virkninger. For det første øker utgiftene til pensjoner ytterligere. For det andre reduseres veksten i arbeidsstyrken, og dermed mulighetene for vekst i verdiskapingen. En fortsatt nedgang i den gjennomsnittlige pensjone-ringsalderen og en større forsørgerbyrde på de yrkesaktive vil på lang sikt kunne svekke mulighe-

tene for å opprettholde det systemet for alderspen-sjoner som er bygget opp.

Med hilsen  
*Svein Gjedrem*

*Jan F. Qvigstad*

## HØRING AV NOU 1999:7 FLATERE SKATT

*Brev fra Norges Bank til Finansdepartementet 31. mai 1999*

Det vises til Finansdepartementets brev av 19. februar d.å., der Norges Bank bes uttale seg om rapporten fra ekspertgruppen som har kartlagt mulige fordeler og ulemper ved et mer proporsjo-nalt skattesystem.

Alternative modeller for flattere skatt er vurdert ut fra blant annet hensynet til økt verdiskaping og et enklere skattesystem under forutsetning om samlet provenynøytralitet. Gruppen drøfter både skattemodeller som kun innebærer endringer i satsstrukturen i forhold til gjeldende system, og skattemodeller hvor skattegrunnlaget, herunder fradragreglene, blir endret. Alle systemendringene innebærer at høyeste marginalsatt på arbeidsinntekt reduseres og at skatten på kapitalinntekter øker. Alle modellene innebærer en forflytting av beskatningen fra personer til bedrifter.

Norges Bank vil i hovedsak begrense sine kommentarer til de prinsipielle vurderingene i utredningen som knytter seg til samfunnsøkonomisk effektivitet. Banken finner det ikke hensiktsmessig å kommentere spørsmål knyttet til detaljer i regelverksutforming, inntektsfordeling eller andre hensyn skattesystemet skal ivareta.

Norges Bank vil understreke betydningen av å utforme skattesystemet slik at de samfunnsøkonomiske kostnadene ved overføring av ressurser til offentlig sektor blir minst mulig.

Gruppen har foreslått forenklinger som vil kunne senke de administrative kostnader ved skattesystemet. Dette gjelder blant annet den foreslåtte reduksjonen i toppskatten. En reduksjon i forskjellen mellom høyeste marginale skattesats på arbeidsinntekt og kapitalinntekt, vil redusere insentivene

til ressursbruk for å omdefinere arbeidsinntekt til kapitalinntekt. Samtidig kan en høy marginalsatt på arbeidsinntekt gi et betydelig effektivitetstap for økonomien som helhet ved at den driver en kile mellom det skatteyter selv mottar og den verdi som blir skapt for samfunnet.

Gruppen foreslår imidlertid å erstatte tapet av skatteproveny som følge av redusert skatt på personinntekt med en høyere skattesats på alminnelig inntekt. Dette vil føre til en høyere (effektiv) marginalsatt på arbeidsinntekt for flertallet av skatteyttere, som ikke betaler toppskatt. Den effektive lønnen etter skatt påvirker trolig arbeidstilbudet fra arbeidstakere med lav lønnsinntekt i betydelig grad. Økt skatt på alminnelig inntekt kan derfor ha store effektivitetskostnader. Dette er virkninger som ikke synes tilfredsstillende ivaretatt i den modell for ressursallokering som utvalget baserer seg på.

En økning i skattesatsen på alminnelig inntekt vil også medføre økt skatt på kapitalinntekter. Dette vil kunne ha uheldige virkninger i økonomien. Norges Bank vil peke på noen viktige hensyn i denne sammenheng:

– *Kapitalbeskatning og behovet for stabilitet over tid*

I forbindelse med reformen i bedrifts- og kapitalbeskatningen i 1992 – som har virket i seks år – ble betydningen av stabilitet over tid i skatte-reglene fremhevet. Potensielle investorer må se langt frem i tid og danne seg en oppfatning av fremtidig skattemessig behandling av mer eller mindre «innelåste» investeringer. En vurdering

av systemet for kapitalbeskatning vil *i seg selv* kunne få store negative konsekvenser. Dette er en problemstilling som utvalget ikke diskuterer, og som heller ikke ivaretas i den type modellberegninger som er gjort i forbindelse med utredningen.

Norges Bank vil påpeke at betydningen av stabilitet over tid også er viktig fordi Norge er en liten åpen økonomi.

#### – *Kapitalbeskatning i en åpen økonomi*

Utvalgets forslag om en økning i skattesatsen på alminnelig inntekt vil innebære økt kildebeskatning av utenlandske direkteinvesteringer i Norge. Utvalget konstaterer at økt selskapsskatt på sikt vil kunne innebære en forskyvning av investeringene i favør av utlandet og foreslår derfor å begrense økningen i satsen på alminnelig inntekt til 1,5 prosentpoeng.

Norges Bank vil påpeke at det i ekspertutredningen om beskatning i en liten åpen økonomi (*NOU 1996:17 I Norge – for tiden?*) ble foreslått å oppheve kildebeskatningen av normalavkastningen på utenlandske investeringer i Norge.

Norges Bank vil fremheve at utviklingen mot økt økonomisk integrasjon og frie faktorbevegelser mellom land legger klare begrensninger på nasjonal kapitalbeskatning. Under forutsetning av at det etableres en effektiv beskatning av grunnrente, mener Norges Bank at kildebeskatningen av utenlandske investeringer i Norge bør fjernes, jf. bankens høringsuttalelse av 17. oktober 1996. Norges Bank viser til at den foreslåtte økningen i skatten på alminnelig inntekt går i motsatt retning. Banken vil også poengtere at bedrifters lokaliseringvalg ikke synes tilstrekkelig ivarettatt i den modell for ressursallokering som utvalget baserer sine råd på.

Norges Bank vil også peke på at den effektive beskatningen av bosattes investeringer i utlandet fra et samfunnsøkonomisk synspunkt er for lav i forhold til beskatningen av alternative investeringer i Norge. Dette skyldes særlig to forhold. For det første leder det gjeldende systemet for beskatning av internasjonalt opptjent kapitalinntekt prinsipielt til overinvesteringer i utlandet fra en nasjonal synsvinkel gjennom praktiseringen av den såkalte kreditmetoden. For det annet åpner gjeldende regelverk for skattekreditter som ikke er forenlig med prinsippet om nøytral beskatning av ulike investeringer, sett fra en

nasjonal synsvinkel. De svakheter som her er nevnt ved det gjeldende skattesystemet, vil forsterkes ved en økning i skatten på alminnelig inntekt.

#### – *Kapitalbeskatning, sparing og inflasjon*

Utvalget har dokumentert at det i samspillet mellom inntekts-, formues- og kapitalbeskatningen (herunder prinsipper for verdiansettelse mv.) oppstår en rekke skattekiler som varierer med investeringsobjekt og kjennetegn ved investor. Utvalget konstaterer at den effektive beskatningen av kapitalinntekter i mange tilfeller kan bli høyere enn den effektive beskatningen av arbeidsinntekter.

Norges Bank har i tidligere uttalelser påpekt svakheter i kapitalbeskatningen (herunder prinsipper for verdiansettelse mv.) som har konsekvenser både med hensyn til sammensetningen av og nivået på samlet sparing. Kapitalbeskatningen øker prisen på konsum i fremtiden relativt til konsum i dag, og gir for lave insentiver til sparing i forhold til den samfunnsøkonomiske avkastningen. Den viktigste vridningseffekten er overinvestering i bolig i forhold til finansaktiva. Norges Bank er enig med utvalget i at en bør legge opp til en mer realistisk verdsettning av boligkapital ved skattelegningen.

Norges Bank har i tidligere uttalelser påpekt at den nominelt baserte kapitalbeskatningen innebærer at ikke bare realavkastning av kapital beskattes, men også den del av avkastningen som er kompensasjon for inflasjon. Skattesatsen og inflasjonsraten virker gjensidig forsterkende på denne skjevheten. Norges Bank vil i denne sammenheng vise til nyere studier om sammenhengen mellom inflasjon, kapitalbeskatning og ressursallokering som underbygger dette. Store samfunnsøkonomiske kostnader ved kapitalbeskatningen skyldes blant annet at de totale skattekilene virker på nivået i verdiskapingen i all fremtid.

Formuesskatten innfører i tillegg et progressivt element i kapitalbeskatningen. Dersom denne skatteformen skal opprettholdes, er det ut fra hensynet til sparingen etter Norges Banks syn ønskelig å utligne skatten etter lavere satser og med et bredere formuesgrunnlag.

De svakheter som her er nevnt ved skattesystemet vil forsterkes ved en økning i skattesatsen på

alminnelig inntekt, og systemet blir mer sårbart overfor inflasjon.

Norges Bank vil for øvrig påpeke at eventuelle sparestimulerende tiltak bør være generelle. Banken er på dette grunnlag enig med utvalget i at AMS- og BSU-ordningen bør oppheves.

Norges Bank vil understreke betydningen av å bevare helheten i skattesystemet etter de overordnede prinsipper som ligger til grunn for skattereformen av 1992. Det er i denne sammenheng særlig viktig å understreke behovet for et regelsett som ivaretar hensynet til konsistens over tid, som gir nøytralitet i valget mellom ulike realinvesteringer, og som i et internasjonalt perspektiv sikrer kapitalbasen i Norge. Utvalget er selv inne på at det er ønskelig å styrke verdiskapingen i fastlandsbasert næringsvirksomhet. Norges Bank kan ikke se at disse hensyn er tilstrekkelig ivaretatt i utvalgets forslag til implementering av et mer proporsjonalt skattesystem.

Norges Bank er enig med utvalget i at det er viktig å redusere forskjellen mellom skattesatsen på arbeidsinntekt og kapitalinntekt, men mener ut fra diskusjonen ovenfor at denne tilnærming bør skje gjennom en reduksjon i beskatningen av personinntekt, også innenfor rammen av et uendret skatteproveny. Banken vil i denne sammenheng peke på at toppskatten i 1997 kun utgjorde 6 prosent av de direkte skatter fra husholdningene, og kun 2 prosent av samlede skatter og trygdepremier. Ved en provenynøytral omlegging mot et mer

proporsjonalt skattesystem, vil banken fremheve brede skattebaser, en effektiv grunnrentebeskatning og avgifter som korrigerer for markedssvikt som viktige elementer i et godt skattesystem.

*Hovedstyrets medlem Velsand* er enig i at forskjellen mellom beskatningen av arbeidsinntekt og kapitalinntekt bør reduseres, men mener prinsipielt at det bør skje gjennom en økning i beskatningen av kapitalinntekter. Samtidig er det viktig at både beskatningen av arbeidsinntekt og kapitalinntekt utformes slik at det gir en reell effekt på inntektsfordelingen i samfunnet.

Etter *dette medlems* oppfatning er det lite grunnlag for oppfatningen om at det samlede arbeidstilbudet påvirkes i særlig grad gjennom en reduksjon av marginalbeskatningen. I den grad økte samfunnsøkonomiske kostnader kan påvises ved å beholde en slik beskatning, må det veies opp mot de utjevningshensyn som også skattesystemet skal ivareta.

*Dette medlem* har tidligere, i forbindelse med Norges Banks høringsuttalelse av 17. oktober 1996, gått imot en generell tilslutning til en grunnrentebeskatning uten nærmere konsekvensutredninger. Dette medlem kan derfor ikke nå tilrå at kildebeskatningen av utenlandske investeringer fjernes og erstattes med en beskatning av grunnrente.

Med hilsen  
*Svein Gjedrem*

*Jan F. Qvigstad*

# HØRINGSUTTALELSE OM ORGANISERING AV BØRSVIRKSOMHET M.M., NOU 1998:3.

*Brev fra Norges Bank til Finansdepartementet 7. mai. 1999*

Det vises til Finansdepartementets brev 11. februar 1999 der det bes om merknader til forslag til ny lov om børser mv.

## *Innledning*

Norges Bank er enig i at det er viktig med et regelverk for børsvirksomhet som er effektivt og velordnet slik at det ligger til rette for etablering av markedsplasser i Norge. En effektiv omsetning av et foretaks egenkapital kan bidra til bedre eierkontroll og dermed ha en disiplinerings effekt ovenfor selskapene. Dette letter foretakenes tilgang til kapital og reduserer kostnadene.

Den mer liberaliserte internasjonale handelen med finansielle aktiva og den teknologiske utviklingen er med på å globalisere markedene, og det er derfor viktig med et fremtidsrettet regelverk som kan bidra til konkurransedyktige markedsplasser i Norge. Reguleringen må være fleksibel slik at børsene kan endres ved behov, drive kostnadseffektivt og tilby tjenester som tiltrekker seg både investorer, utstedere og kapital. For å oppnå et konkurransedyktig verdipapirmarked må markedsplassen foruten å tilby børstjenester til konkurransedyktige priser, ha tillit blant markedsaktørene. Tilliten aktørene har til markedsplassen er bl.a. avhengig av at reguleringen er hensiktsmessig og fører til forutberegnelighet og konsistens.

Norges Bank anser at lovforslaget er fremtidsrettet og åpner for etablering av moderne markedsplasser som kan være konkurransedyktige i fremtiden. Lovutkastet ser ikke ut til å være til hinder for kostnadseffektiv drift. Den nødvendige fleksibilitet er ivaretatt innenfor de rammer som er satt med hensyn til notering, omsetning og gjennomsiktighet i markedet. Videre legger lovkastet opp til at det kan etableres ulike typer markedsplasser. Norges Bank er i store trekk enig i utvalgets innstilling. I det videre kommenteres problemstillinger rundt tilsyn, organisering av markedsplasser og deretter gis det merknader til de punktene hvor det var dissens i utvalget.

## *Tilsyn*

Tilsyn skal sikre børsens integritet og likebehandling av aktørene. For at en markedsplass skal være konkurransedyktig er det en forutsetning at den fungerer slik at den oppnår tillit blant markedsaktørene. Offentlig tilsyn vil være med på å skape tillit fordi en respektert instans følger med på å alt går rett for seg. Tilsynsorganet bør også være nøytralt i forhold til aktørene i markedet. Et offentlig tilsynsorgan bør ha det overordnede tilsynet, mens det praktiske, daglige tilsynet med handelen bør utføres av markedsplassen som har de beste forutsetninger til å overvåke markedet kontinuerlig. Oppgaven til tilsynsorganet blir da å påse at markedsplassen utfører de oppgavene som er pålagt dem og har de adekvate rutiner for det. Utvalget har foreslått at den overordnede funksjonen legges til Kredittilsynet som driver tilsyn på heltid.

Selv om Kredittilsynet skal ha det eksterne tilsynet, skal børsen eller markedsplassen selv overvåke handelen og kursnoteringene. Kredittilsynet bør gis mulighet til å følge opp markedsovervåkingen. Det må tas hensyn til at børsen og dens ansatte er nær markedet og aktørene i markedet og at det derfor er et poeng i at et offentlig organ tar de overordnede avgjørelsene. Kredittilsynet bør også gis mulighet til å suspendere finansielle instrumenter når forholdene i markedet tilsier det og børsen har unnlatt å gjøre det. Videre kan det være hensiktsmessig at Kredittilsynet får ansvaret for at regelen om pliktig og frivillig tilbud overholdes. Bakgrunnen for at Kredittilsynet bør få dette ansvaret er at børsen ikke har noe direkte avtaleforhold til investorene. Videre bør Kredittilsynet som overordnet tilsynsinnsans ha mulighet til å gripe inn i forhold til børsers drift og markedsregulering der Kredittilsynet anser slik inngripen som nødvendig. Finansdepartementet vil være den naturlige klageinstans i forhold til pålegg eller andre former for inngripen fra Kredittilsynet. Norges Bank støtter ellers utvalgets forslag.

Denne måten å organisere tilsynet med handelen på, det daglige tilsyn i børsen og tilsyn med at dette holder adekvat standard i Kredittilsynet, er i samsvar med den tilsynsfilosofi som har utviklet seg internasjonalt. Det er her også en viktig erfaring at de som står for tilsynet med handelen i børsen har en separat og uavhengig rapporteringsvei i forhold til børsens kommersielle virksomhet. Det er i denne sammenheng viktig å se på forslaget om kontrollkomite.

### *Kontrollkomite*

En kontrollkomite vil påse at virksomheten drives på en betryggende måte ved å føre tilsyn med at børser følger lover, forskrifter og konsesjonsvilkår. Kontrollkomite har frem til i dag vært et lovkrav for kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper, Verdipapirsentralen og oppgjørssentraler. Utvalgets flertall foreslår at børser skal ha kontrollkomite valgt av generalforsamlingen, og viser bl.a. til at tilsvarende organ hos henholdsvis Verdipapirsentralen og Norsk Oppgjørssentral synes å fungere bra. Videre vises det til at børsens egenart og avhengighet av tekniske systemer tilsier at børser bør ha kontrollkomite. Mindretallet er skeptiske til et lovpålagt krav om kontrollkomiteer for børser, og viser bl.a. til argumentene som ligger til grunn for Banklovkomisjonens forslag om ikke å videreføre ordningen for finansforetakene.

Norges Bank legger vekt på at det ikke må bli en sammenblanding mellom den kommersielle virksomheten en børs driver og tilsynet av virksomheten. En kontrollkomite kan etter Norges Banks syn bidra til å skape tillit i markedet og støtter flertallets forslag.

### *Børs, autorisert markeds plass med og uten autorisasjon*

Etter forslaget skal det være krav om offentlig konsesjon for å drive børsvirksomhet. Videre er det foreslått at det kan etableres en mellomkategori av markeds plass som ikke er børs. En autorisert markeds plass med konsesjon i forhold til børsloven har mange likhetstrekk med børs, men må ikke tilfreds stille samme strenge krav som en børs, bl.a. må utstedere på en markeds plass ikke oppfylle kravene til opptak på en børs. En tredje kategori er autorisert markeds plass som ikke søker konsesjon i forhold til børsloven, men som likevel vil ha

konsesjon i forhold til Verdipapirhandelovens § 7-1 for i det hele tatt å kunne drive med omsetning av finansielle instrumenter.

Formålet med en autorisert markeds plass som ikke er børs, er etter utvalgets syn at det er behov for tillitvekkende og regulert organisering av markeder også for ikke-børsnoterte verdipapirer. Tanken er at nyetablerte og mindre selskaper som ikke er kvalifisert for børsnotering, men som har behov for å hente inn kapital, vil kunne være utstedere i et slikt marked. På denne måten vil man kunne tilby investorene en velordnet markeds plass basert på markeds plassens regulering av informasjons- og rapporteringskrav for utstederne og offentliggjøring av handelsinformasjon. Det må for øvrig foretas en avveining mellom kravet til kontroll, innsyn og gjennomsiktighet mot de kostnader slike prosedyrer fordrer. En autorisert markeds plass bør etter formålet ikke underlegges like strenge regulatoriske krav som en børs.

Forskjellen mellom en autorisert markeds plass med konsesjon og en markeds plass uten konsesjon er at sistnevnte ikke underlegges særskilt offentlig regulering etter børsloven. Utvalget legger opp til at det skal være opp til den enkelte markeds plass å gjøre en avveining av fordeler og ulemper ved å være underlagt slik regulering. Bakgrunnen for utvalgets forslag, om at det skal kunne være mulig å formidle finansielle instrumenter uten konsesjon etter børsloven, er at det skal være et fleksibelt konsesjonsregime for ulike former for markeds plassvirksomhet.

Virksomhetsavgrensningen mellom børs og andre former for markeds plasser kan være tvetydig. Dersom en markeds plass har fått konsesjon som børs, må den oppfylle de krav som stilles. Andre markeds plasser kan imidlertid også i sine vedtekter stille de samme strenge kravene som en børs er pålagt. Slik sett kan det i realiteten oppstå situasjoner hvor virksomheten er den samme, og hvor eneste forskjell er basert i det regulatoriske regime markeds plassens har valgt.

Det er hensiktsmessig med hierarki, men det er etter Norges Banks syn misvisende å kalle en markeds plass uten konsesjon i forhold til børsloven for autorisert markeds plass. Hierarkiet bør derfor være børs, autorisert markeds plass og markeds plass. Norges Bank er enig med utvalget i at det kan være behov for markeds plasser med ulik grad av regulering, selv om en kan anta at markeds plasser uten konsesjon vil innebære dårligere investor-

informasjon. Dette vil imidlertid investorer være kjent med når de investerer i en slik markeds plass. Vi antar at den notering og omsetning av såkalte unoterte papirer, som i dag forekommer i enkelte verdipapirforetak, vil falle inn under definisjonen markeds plass. For disse papirene vil forslaget innebære en forbedring av dagens situasjon ved at det blir bedre investerinformatjon.

### *Omdannelse fra selveiende stiftelse til allmennaksjeselskap*

Dagens børslov inneholder ingen omdannelsesregler eller regler for avvikling av en børs. Utvalget har derfor i sin innstilling beskrevet hvordan eksisterende børs kan omdannes fra en selveiende institusjon til et aksjeselskap, samt gitt generelle regler for omdannelse av en børs.

Det er uenighet om det skal lovfestes hvem som eventuelt skal være børsens initiale eiere og hvordan et eventuelt spredningssalg skal gjennomføres. Utvalgets flertall mener at det initiale salget av aksjer bør gjøres til de foretak som er utstedere og børsmedlemmer på Oslo Børs. Det begrunnes bl.a. med at disse gruppene har strategiske interesser i utvikling av børsen som vil kunne bidra til å bevare børsens tillit i en periode den ellers vil kunne være sårbar. Utvalgets flertall mener at det bør tilligge børsen, som eventuelt skal omdannes, å fastsette den nærmere fordeling innenfor hver gruppe, etter godkjenning av Finansdepartementet.

Utvalgets mindretall mener at utstedere og børsmedlemmer ikke skal gis noe fortrinn, men gis anledning til å delta på lik linje med andre interesserte i det initiale salget av aksjer. Aksjene bør selges til best mulig pris, med den prisreduserende virkning eierbegrensingsregler m.v. vil medføre. Mindretallet anbefaler at salget av aksjer gjennomføres ved bruk av auksjon eller andre alminnelig aksepterte plasseringsteknikker. Etter mindretallets oppfatning vil den fordeling som flertallet skisserer kunne gi en rabatt til enkelte grupper, og denne vil være uberettiget. Mindretallet påpeker i innstillingen at det kan være vanskelig å finne objektive tildelingskriterier i tillegg til at børsnoterte utstedere og børsmedlemmer har variert såpass mye over tid slik at tildelingen kan gi urimelige utslag.

En avhending som skissert av utvalgets mindretall, gjør at en slipper å ta stilling til verdien av børsens «goodwill» og de merverdier som er

avleiret ved dagens børs. En «goodwill» er opparbeidet gjennom mange år. Den har sammenheng med den allmenne verdiskapning, børsens rolle i samfunnet og samarbeidet med myndigheter. Norges Bank slutter seg til utvalgets betraktning om at merverdiene i første omgang er betaling for tjenester børsen har utført. De som har betalt, har imidlertid kunnet velte kostnadene over på samfunnet, og betydelige bidrag til å skape den nødvendige tillit er ytt gjennom bidrag fra offentlige myndigheter. Derfor er det ikke riktig at de opparbeidede verdier tilfaller dagens deltakere.

Det kan også diskuteres om det er børsens nåværende brukere (utstedere, meglerforetak, investorer og myndigheter) som vil være de beste eierne for fremtiden, eller om det er viktigere å finne de aktører som har størst betalingsvillighet, da disse presumptivt antas å ha de beste ideene for videreutvikling av børsen, gitt at de søker størst mulig avkastning på sin investering. Dette løser også problematikken i forhold til hvem som skal få tilbud om eierskap ved at dette overlates til markedet.

Norges Bank mener i likhet med mindretallet at det initiale salget av aksjer bør foregå i en åpen auksjon, slik at alle som ønsker det, gis mulighet til å by på børsens aksjer. Verdiene børsen representerer, er bygget opp av et stort antall aktører, og andre salgsteknikker/ fordelinger enn auksjon vil innebære verdioverføringer fra fellesskapet til enkelte aktører. Et slikt prinsipp reduserer også behovet for bindingstid etter det initiale salget er sluttført, da det ikke vil oppstå en umiddelbar gevinst fordi aksjene er omsatt til markedsbetingelser. Det må tvert imot påregnes at flertallet av de høystbydende investorene vil ha anskaffet aksjen i strategisk sammenheng for å utvikle børsen. Før auksjonen må det utarbeides prospekt etter loven hvor bl.a. eventuelle statlige styrerepresentanter, eierbegrensninger og lignende fremkommer. Før auksjonen bør også alt være klart for omdannelse til ASA og notering på Oslo Børs.

Utvalget har i sin drøfting av hvem som skal tildeles salgssummen ved en eventuell omdannelse av Oslo børs til ASA, vurdert om børsen kan karakteriseres som et offentlig fond, og om salgssummen kan overføres til statskassen. Det konkluderes med at børsen er en stiftelse og at summen må overføres til en børsstiftelse under stiftelsesloven. Norges Bank slutter seg i lys av utvalgets vurdering til forslaget om at salgssummen overføres til en



selveiende børsstiftelse. Børsstiftelsen reguleres av stiftelsesloven med et formål som kan tolkes innenfor formålet til den avviklede institusjonen. Dette kan typisk være gjennom å yte bidrag til økonomisk og næringsmessig forskning, utdanning, samt til markedsføring og opplysningsvirksomhet knyttet til formålet. Slik vil verdiene ved børsen kunne bidra til økt kunnskap om og innsikt i verdipapirmarkedets rolle i økonomien. Videre er Norges Bank enig i at det etableres et overordnet organ som betegnes som børsstiftelsens råd hvor brukere, representanter for det offentlige og representanter for forsknings- og undervisningsinstitusjoner er representert.

### *Eiere og kapitalforhold for børsvirksomhet*

I Norge er det tradisjon for at institusjoner i finansmarkedet er underlagt eierbegrensninger. Begrunnelsen for eierspredning er behovet for å forhindre maktkonsentrasjoner i institusjoner som har vesentlig samfunnsmessig betydning. Utvalget er enig i behovet for eierbegrensninger, men har ulikt syn på hvor grensen skal gå. Utvalgets flertall foreslår 20 prosent, mens mindretallet foreslår 10 prosent. Flertallet mener at stramme eierbegrensningsregler kan bidra til å redusere eiernes motivasjon til å delta aktivt og kan medvirke til at det kommer færre langsiktige investorer inn på eiersiden. Mindretallet viser til viktigheten av børsens integritet og tillit blant aktørene og påpeker at en eierbegrensning på 20 prosent tilsvarer den grensen regnskapsloven angir som «betydelig innflytelse» i forhold til tilknyttet selskap.

Hele utvalget foreslår dispensasjonsregler for eierandeler utover 20 prosent. Det åpnes f.eks for at rene holdingselskaper vil kunne eie 100 prosent av en børs og at 30 prosent kan eies av et foretak som ledd i en strategisk samarbeidsavtale mellom partene. I tillegg er det en generell unntakshjemmel fra 20 prosent nivået. Dersom eierbegrensningen settes til 20 prosent, foreslår utvalget at det etableres et egnethetskrav for eiere som har kontroll over aksjer som representerer 10 prosent eller mer av børsens kapital eller stemmer, eller på annen måte har dominerende innflytelse over børsens beslutninger.

Det er også uenighet om behov for stemmerettsbegrensninger. Utvalgets flertall antar at eierbegrensningsreglene er tilstrekkelig til å forhindre

uønsket maktkonsentrasjon eller dominans fra enkelteiere. Utvalgets mindretall vil supplere eierbegrensningsregler med stemmerettsbegrensninger i tråd med de forslag Banklovkommissjonen foreslår i NOU 1998:14 §53, i hovedsak 10 prosent av kapitalen eller 20 prosent av de stemmene som er representert på generalforsamlingen.

Norges Bank legger vekt på at markedsplassen vil ha samfunnsmessig betydning og at det derfor er vesentlig at det ikke oppstår en maktkonsentrasjon. Samtidig er det viktig for driften av markedsplassen at eierne kan utøve sin innflytelse slik at man unngår en administrasjonsstyrt institusjon. På den annen side kan markedet miste tillit til en markedsplass med for stor eierdominans, noe eierne ikke er tjent med. Markedet vil derfor være med på å regulere dette. Norges Bank mener at et eierbegrensningsnivå på 20 prosent gir en balansert avveining mellom disse argumentene og støtter utvalgets flertall. Det vises til at eierbegrensningen for oppgjørssentraler er satt til 20 prosent, jf. verdipapirhandelloven § 6-1.

Utvalget mener børser skal underlegges kapitalkrav, på linje med andre sentrale aktører i finansmarkedet, og foreslår at foretak til enhver tid skal ha en ansvarlig kapital som er forsvarlig ut fra omfanget og risikoen ved virksomheten. Utvalgets flertall antar at samme kapitalkrav som gjelder for verdipapirforetak skal gjelde for foretak som driver børsvirksomhet, dvs at den ansvarlige kapital ikke på noe tidspunkt kan være lavere enn et beløp i norske kroner tilsvarende 730.000 ECU. Flertallet presiserer at kravet er et formelt minstekrav og at en børs til enhver tid skal ha en forsvarlig kapital som fastlegges utfra omfanget og risikoen av virksomheten. Mindretallet støtter ikke forslaget om en særskilt fastsatt minstekapital. Etter mindretallets syn vil et minstekrav gi feil signaler til markedet om den vekt myndighetene tillegger at en børs må ha tilstrekkelig kapitalforhold. Det blir også foreslått av utvalget at det inntas et generelt krav til betryggende likviditetsbeholdning for børser.

Norges Bank vil peke på at kravet til minstekapital for verdipapirforetak er supplert med et kapitaldekningskrav som innebærer at kapitalen øker med virksomhetens omfang og den markedsrisiko verdipapirforetaket dermed påtar seg. For oppgjørsvirksomhet presiserer verdipapirhandelloven kravet til en ansvarlig kapital på minst 50 millioner kroner, jf. verdipapirhandelloven § 6-2.

Oppgjørssentraler går inn som part i handelen og det er derfor trolig større grunn til å lovfeste et stort kapitalkrav for denne type institusjoner. Norges Bank kan ikke se at det er noen særlig god parallell med henvisning til verdipapirforetak for å finne hva som er tilstrekkelig for børser. Norges Bank støtter utvalgets mindretall og forutsetter at kravet baseres på en konkret vurdering av risikoene ved virksomheten.

Det vil kunne være stor forskjell på størrelsen på børser under den nye loven. Siden det er progresjon til de regulative kravene som stilles til en markeds-

plass, avhengig om det er en autorisert markeds-plass med eller uten konsesjon eller en børs, er det naturlig at det også er progresjon i kapitalkravet. Norges Bank anser likevel mindretallets forslag om at kapitalkravet skal fastsettes skjønnsmessig i hht begrepet forsvarlig kapitaldekning som mest praktisk.

Med hilsen  
*Svein Gjedrem*

*Jon A. Solheim*

## TILLEGGSUTTALELSE OM ORGANISERING AV BØRSVIRKSOMHET M.M., NOU 1999:3.

*Brev fra Norges Bank til Finansdepartementet 3. juni 1999*

Det vises til Norges Banks høringsuttalelse av 7.mai 1999. Vi ønsker å tilføye noen merknader til utvalgets forslag om forbud mot å børsnotere børselskapets finansielle instrumenter på egen børs.

Det er forhold som taler både for og imot børsnotering av egne finansielle instrumenter. Utvalget argumenterer for at det kan svekke børsens uavhengighet, tillit og integritet bl.a. fordi beslutninger om opptak av selskaper til notering, sanksjoner ved brudd på informasjonsplikt og strykning vil tilligge børsen selv. Etter Norges Banks oppfatning kan børsnotering av egne finansielle instrumenter sammenlignes med banker som er kursstillere i egne obligasjonslån og som driver mellommanns-virksomhet ved kjøp og salg av aksjer i egen bank. Det vil neppe være større problemer med at en børs aksepterer at andre stiller kjøps- og salgsordre på børsen gjennom børsens handelssystem. Det er i Norges Banks høringsuttalelse lagt vekt på at Kredittilsynet bør ha det overordnede tilsynet med børsen og at en kontrollkomite, som er uavhengig i forhold til børsens kommersielle virksomhet, burde være tilstrekkelig til å opprettholde børsens uavhengighet og integritet.

Amsterdambørsen planlegger å notere egne aksjer på egen børs når de midlertidige restriksjo-

nene i omsettelighet utløper. OM konsernet i Sverige som bl.a. eier Stockholms Fondsbørs er notert på Stockholms Fondsbørs. Det åpnes for tilsvarende notering av konsernselskap i børslovutvalgets forslag til ny børslov § 4-4. Vi kan ikke se at konsernorganisering endrer problemstillingene ved notering på egen børs i særlig grad. Det viktigste forhold for å tillate slik notering vil være at Kredittilsynet har det overordnede tilsyn. Det bør etter vårt skjønn også tillegges vekt at børsens aksjer i dag ikke kan registreres på andre norske markeds plasser. Et allment eierskap og en noenlunde likvid aksje vil da kreve at børsaksjen registreres på en utenlandsk børs, noe som også strider mot de hensyn som børslovutvalget drøftet under behandlingen av verdien av et nasjonalt marked for finansielle instrumenter. Ikke minst småaksjonærer vil bli skadelidende hvis børsen ikke noteres på en anerkjent markeds plass eller om den noteres i utlandet. Ut fra en samlet vurdering kan ikke Norges Bank se at det bør settes forbud mot å børsnotere børselskapets finansielle instrumenter på egen børs.

Med hilsen  
*Jon A. Solheim*

*Sindre Weme*