

Treng vi ein norsk børs?

Gunnvald Grønvik, spesialrådgjevar, Noregs Bank Finansiell stabilitet[#]

Effektive verdipapirmarknader gir viktige bidrag til verdiskapinga i samfunnet, og her er temaet den særskilde rolla børsen har i denne samanhengen. Eit aktuelt spørsmål i Noreg er om nasjonal eigarskap av børsen er naudsynt for å oppnå vinstane, og særleg viktig er det om internasjonal eigarskap vil føre til at marknadsplassen i Noreg vert nedlagd.

Marknadsplassen som børsen er, er første lekk i ei kjede der systema for oppgjer av handelen er siste lekk. Debatten om organisering av børsane er ofte knytt saman med ein debatt om det er større vinst ved fusjon innan verdipapirkjedene i eit land. Desse spørsmåla vert ikkje kommentert systematisk, men det vert peika på at det kan vere vinstar om ein endrar på systemet for oppgjer av verdipapirhandelen for investorar som handlar i fleire valutaer.

I drøftinga vert det peika på at ein eventuell ny eigar som ikkje er norsk, må drive verksemda slik at ho er minst like teneleg for norske utferdarar og investorar som ho var før eigarskiftet. Marknadsplassen i Noreg vert difor neppe lagd ned.

1 Innleiing

I dei seinare åra har det internasjonalt vore ei rad oppkjøp og alliansedanningar innan handel med verdipapir og oppgjer av handlane. I EU vert det arbeidd aktivt for å redusere prisane på handel med verdipapir over landegrensene. Nasjonane i EØS-området må ha lover som opnar for konkurranse mellom marknadsplassar for og oppgjer av verdipapirhandel. Det er likevel naturlege monopol i dei fleste landa i området. I debatten om mogelege internasjonale konsolideringar vert det ofte brukt argument med nasjonale overtonar. Til dømes skal den franske presidenten, Jacques Chirac, vere skeptisk til at den europeiske børsen Euronext¹ skal samarbeide med New York Stock Exchange. Han ønskjer heller eit samarbeid med den tyske Deutsche Börse.² Andre løysingar er òg tenkjelege. Ei gruppe store internasjonale bankar har kunngjort at dei vil freiste å etablere ein internasjonal marknadsplass for aksjar som dei meiner vil kunne levere tenestene med lågare kostnader.³

Frå tid til anna vert det sagt at vi treng ein norsk børs, og at det vil vere eit tap for Noreg om Oslo Børs vart overteken av andre. Must (2006) hevdar dette, og han resonnerar som om det er opplagt at eit utanlandsk kjøp av Oslo Børs vil føre til at marknadsplassen i Oslo vert nedlagd og verksemda flytt til kjøparens heimlege marknadsplass. Det er ikkje klart at det vil skje ved eit oppkjøp. I fleire internasjonale konsolideringar har dei nasjonale marknadsplassane halde fram som selskap eigd av eit holdingselskap. Det er såleis tre ulike løysin-

gar som er tenkjelege: ein børs i Noreg i norsk eige, ein børs i Noreg i utanlandsk eige og ingen børs i Noreg slik at norske føretak og investorar berre kan nytte tenestene frå børsar utafor landet.

Det er gjort nærare greie for situasjonen i Noreg i ramme 1. I tillegg er det der vist hovudtal frå rekneskapa til Oslo Børs, og han vitnar om aukande aktivitet og stort overskott dei siste åra. Skal eit bod føre til at Oslo Børs vert teken over frå utlandet, må eigarane verte kjøpte ut til ein pris dei er nøgde med. Kjøparen må på si side tru at prisen for oppkjøpet kan verte forrenta, og må drive verksemd i eller for Noreg med sikte på dette.

Artikkelen her er disponert med ein gjennomgang av rollene verdipapirmarknaden og børsane har i dei første avsnitta. Etter det vert konsekvensar for dei ulike kostnadselementa drøfta, før siste avsnitt summerer opp og konkluderer. Det er særskilde rammer om verksemda ved Oslo Børs og om kostnader ved handel med verdipapir i andre valutasoner.

2 Rolla til verdipapirmarknadene

Verdipapirmarknadene gjev samfunnsøkonomisk vinst blant anna gjennom effektiv formidling av finansiering, disiplinering av dei som utferdar verdipapir, og medverknad til finansiell stabilitet, jf. Grønvik (2006). I denne artikkelen vert det drøfta i kva mon desse vinstane er avhengige av ein nasjonal marknadsplass. Det vil seie om marknadsplassen og infrastrukturen omkring han må vere heilt ut eller delvis nasjonalt eigd for å

[#] Takk til kollegaer i Noregs Bank Finansiell stabilitet og til redaksjonen for nyttige kommentarar til dette arbeidet. Ansvar for feila som står att, og for vurderingane er mitt. Ein kan ikkje tolke synspunkt som vert fremja i artikkelen som Noregs Bank si vurdering.

¹ Euronext eig børsane i Amsterdam, Brussel, Lisboa og Paris. Oppgjere av handelen på desse børsane skjer med sentral motpart gjennom Clearnet. Verdipapirsentralane i Nederland, Belgia, Frankrike, Storbritannia og Irland er saman i konsernet Euroclear Group.

² Sjå til dømes Le Figaro 6. juni 2006, http://www.lefigaro.fr/eco-entreprises/20060606.WWW000000320_euronext_chirac_espere_encore_une_solution_franco_allemande_.html

³ Sjå <http://www.finextra.com/fullstory.asp?id=16156>

oppnå vinstane, eller om det kan vere føremonar ved at marknadsplassen er internasjonal eller internasjonalt eigd. Spørsmålet er altså om eit utanlandsk oppkjøp kan innebere eit samfunnsøkonomisk tap for Noreg, og dermed òg om dette er noko styresmaktene bør ha ein politikk andsynes.

Den spesifikke rolla til verdipapirmarknadene i samfunnsøkonomien er å effektivisere utferdsle og omsetnad av

- eigardelar i selskap – dvs. aksjar m.v.
- finansielle fordringar – dvs. obligasjonar m.v.

Det er ulike kjelder til samfunnsøkonomiske vinstar ved eit organisert finansielt system med verdipapir. I denne samanhengen er viktige moment at:

- Konkurransen om å syte for at prosjekta kastar godt av seg, fører til at dei beste vert finansierte.
- Standardisering av fordringane knytte til verdipapir minkar formidlingskostnadene.
- Verdipapirmarknader gjev grunnlag for diversifisering og risikoreduksjon, og dermed sikrere sparing for dei som i ein periode har overskott på midlar.

Dei fleste verdipapir vert omsette i regulerte marknader, og kostnadene ved verdipapirhandel heng saman med kostnader i betalings- og oppgjerssystem, børss- og meklarapparat. Spørsmålet om børsen må vere nasjonal for å maksimere det samfunnsmessige overskottet ved børsvirksemd, heng blant anna saman med desse kostnadene. For å gje eit best mogelig svar på spørsmålet om korleis den samfunnsmessige nytten kan gjerast så stor som råd, er det nyttig å klarleggje nærare kva funksjonar børsen eigentleg har.

3 Børsen si spesifikke rolle som møteplass for handel

Børsen er møteplass mellom utferdarar av og investorar i verdipapir, og møta finn stad både i første- og andrehandsmarknaden. Børsen ønskjer at så mange møte som råd finn stad i bae marknadene, og at alle partar kjem att. Utferdarane er ønske tilbake med nye investeringsprosjekt, og investorane er ønske tilbake både for å plassere nye sparemidlar og for at dei kan revurdera sparinga si og gjennom dette syte for at kapitalen vert forvalta effektivt.

I førstehandsmarknaden møter utferdarane opp for å presentere investeringsprosjektet sitt, og dei ønskjer å syne seg fram som «lekre» for investorane. Utferdarane får hjelp frå verdipapirføretak til å lage presentasjonane av seg sjølv (prospekta). Investorane møter opp i førstehandsmarknaden for å gjere seg opp ei meining om dei mogelege investeringsobjekta og prioritere kor dei skal plassera sparemidlane dei har til rådvelde. Dei kan òg få hjelp frå verdipapirføretak for å vurdere prospekt og

marknadsutsikter for den aktuelle utferdaren. Børsen freistar å syte for eit akseptabelt grunnlag for investorane sitt val gjennom krav til utferdarane, ved å standardisere krava til og godkjenne informasjonen frå utferdarane og ved å ta opp verdipapiret til notering.

I andrehandsmarknaden kan investorane revurdere investeringane sine gjennom å flytte sparemidel over i papir som maksimerer den forventta nytta deira betre. Dei kan òg avslutte ei investering og gjere ho om til kontantar. For å bestemme seg vil investorar bruke informasjon frå selskapa og analysar av informasjonen som er gjorde av verdipapirføretak (fondsmeklarar eller bankar), aviser eller andre kjelder. Informasjon frå utferdarar er offentleg tilgjengeleg og lik for alle investorar, medan analysar og vurdering av marknadsutsikter for utferdarane ofte berre vil vere tilgjengeleg mot betaling.

For ein investor er det av stort verd at marknaden er likvid slik at rebalansering av porteføljen kan gjerast raskt, og at prisane ved kjøp og sal ligg fast også om det skal gjerast ein stor handel. Breidda marknadsplassen tilbyr gjennom ulike verdipapir med karakteristika som spenner ut eit stort rom med mogelege risikoprofilar for porteføljen, er òg verdfull.

Investorane krev samstundes at børsen handhevar reglar som sikrar at informasjon frå utferdarar vert gitt ut likt til alle investorar. Særleg skal ikkje «innsidarar» ha høve til å bruke informasjonsforspranget dei har. Det er òg naudsynt med eit system som sikrar at einskilde eller organiserte grupper av aktørar ikkje kan villeie marknaden med handel i mønster som sender ut falske signal om verdet til verdipapira (marknadsmanipulasjon).

For å kunne gjennomføre handel stiller børsen til rådvelde eit handelssystem der investorar kan leggje inn ordrane sine. Handelssystemet må ha klare reglar om rekkjefølgja handlar skal gjennomførast etter osb. Det er verdipapirføretaka som er medlemar av børsen og som stiller handelssystemet til rådvelde for den einskilde investoren. Investorar kan dermed melde interessa si for å handle direkte inn i handelssystemet, slik at ønsket om ein handel vert kjent for marknaden med ein gong. Dei kan òg bruke eit verdipapirføretak til å sonde og deretter velje å handle berre om heile den ønskete handelen kan gjennomførast. Det siste kan vere viktig ved store handlar for å sikre seg at prisen på aksjen ikkje vert endra av at marknaden vert kjend med at nokon ønskjer å gjere ein stor handel. Det vil òg vere viktig om investoren ønskjer å få kontroll for å leggje om drifta eller å slå verksemda saman med anna verksemd.

Etter at ein handel er avtald går informasjonen om han til et oppgjerssystem der kjøparen av papira byter pengane sine med verdipapiret til prisen som er avtald, og seljaren gjev frå seg papira sine i byte for pengar. I oppgjerssystema er det utstrakt motrekning, slik at det er nettoposisjonane til investorane som vert gjorde opp. Med handel i fleire valutaer må anten den einskilde investoren ha dekning i alle slag valuta, eller så må det vere innebygd eit system for valutaveksling.

Ramme 1: Om situasjonen i Noreg og om inntektene til Oslo Børs

Oslo Børs vart i 2001 omdanna frå ei stifting til eit privat allmennaksjeselskap som er heilt eigd av Oslo Børs Holding ASA. Ved utgangen av 2005 var dei største aksjonærane i holdingselskapet DnB NOR (19,7 prosent), Fidelity Funds Europe (10,0 prosent), Orkla ASA (10,0 prosent) og Norsk Hydros pensjonskasse (8,9 prosent). Ifølgje Must (2006) er ca 53 prosent av aksjane eigde av større norske aksjonærer. Oslo Børs ASA eig Oslo Børs Informasjon ASA og 10 prosent av VPS Holding ASA. Oppgjer av handelen på Oslo Børs skjer i VPS.

Det må kome endringar anten i eigarskapen eller i reglane kring eigarskap av Oslo Børs innan sommaren 2007. Etter loven er største lovlege eigardel i morselskapet 10 prosent. Bankane som fusjonerte til DnB NOR, fekk dispensasjon til å halde på aksjane sine fram til sommaren 2007. Finansdepartementet må snart ta stilling til om denne dispensasjonen skal verte forlenga eller om grensa for største lovlege eigarskap skal verte endra. Eit argument for å endre lova er at overvaksingsorganet til EFTA meiner at ei grense for største eigarskap på 10 prosent er i strid med EØS-avtalen sin generelle regel om fri rørsle av kapital. Dei finn at dei norske argumenta om grense for eigarskap for å sikre at marknaden er uavhengig og har integritet, er gyldige, men meiner at grensa på 10 prosent er for restriktiv i høve til føremålet.¹

Om det skulle kome til utanlandsk overtaking av institusjonar for verdipapirhandel i Noreg, er ifølgje pressa det mest aktuelle at selskapet OMX gjev bod på heile eller delar av infrastrukturen for handel med finansielle instrument. Holdingselskapet OMX AB eig nå marknadsplassen for verdipapirhandel i dei andre nordiske og baltiske landa, verdipapirsentralane i Island, Estland og Latvia og 40 prosent av sentralen i Litauen.² OMX står òg for det finansielle oppgjeret av kraftderivat handla på Nordpool. Største eigar av det børsnoterte selskapet OMX AB er Investor AB med 10,8 prosent. Den svenske staten eigde 6,8 prosent ved utgangen av 2005.

Oslo Børs har frå 1999 samarbeidd med OMX i NOREX-alliansen, som tek sikte på å utvikle Norden til ein sams marknadsplass for verdipapir. OMX samarbeider med Oslo Børs om handelsregelverket, og Oslo Børs brukar handelssystemet Saxess, som OMX har utvikla og eig. Oslo Børs har i oktober 2006 femti verdipapirføretak som medlemar, om lag likt fordelt mellom norske og utanlandske. Dei norske selskapa er jamt fordelte mellom bankar og ubundne verdipapirføretak.

Oslo Børs' konsernrekneskap for 2005 synte driftsinntekter på 361 millionar kroner. Driftskostnadene var 174 millionar kroner medan resultatet etter skatt var 144 millionar kroner. Omsetningsveksten i marknaden har auka driftsinntektene frå 2004 til 2005 med meir enn 25 prosent, medan driftskostnadene auka med 3,5 prosent. Avgiftene for handel og for prospekt og opptak avheng av aktiviteten og syner sterk vekst. Den faste avgifta for medlemar syner liten vekst, medan den faste avgifta for utferdarar står i ei mellomstilling. Denne avgifta stig med aksjekursane, av di ho er knytt til selskapa sitt marknadsverde. Dessutan har det kome mange nye selskap til notering, og det er nokre avgifter ved notering for første gong. Det er òg noko vekst for den kommersielle informasjonsverksemda som børsen driv. Ein må tru at dei aktivitetsavhengige avgiftene vil verte justerte ned om auken i aktivitet vert varig. Om det ikkje skjer, må børsen rekne med at konkurrerande marknadsplassar vil kunne kome inn.

Aktiviteten ved børsen, og veksten der, gjeld i all hovudsak aksjar. Handelen med aksjar er konsentrert om nokre få store aksjar. Dei ti aksjane med det største talet på transaksjonar, stod for 36,4 prosent av handlane og 59,6 prosent av verdet på aksjehandelen i 2005.

Inntektene i 2004 og 2005 er i tabellen under delt inn etter kategori og type verksemd.

Inntekter etter kategori, mill. kr	2005	2004	Inntekter etter type verksemd,		
			2005	2004	
Fast avgift utferdarar	59,8	50,8	Aksjar	212,8	130,8
Fast avgift medlemar	9,3	9,2	Renteprodukt	26,3	26,0
Handelsavgift	143,6	90,1	Derivat	16,4	12,5
Prospekt- og opptaksavgift	41,4	17,7			
Finansielle marknadsdata	101,4	94,7	Finansielle marknadsdata	101,4	94,7
Kurs og andre inntekter	5,9	6,2	Andre	4,4	4,6
Sum driftsinntekter	361,4	268,7	Sum driftsinntekter	361,4	268,7

Kjelde: Årsrapport 2005, Oslo Børs.

¹ Sjå pressemelding 2004 – 15: <http://www.eftasurv.int/information/pressreleases/2004pr/dbaFile5289.html>

² Verdipapirsentralane i Sverige og Finland er saman i eit internasjonalt konsern, medan sentralane i Danmark og Noreg er egne selskap. Mellom dei større eigarane av alle selskapa er store nasjonale bankar. Verdipapirsentralen på Island er eigd av det same holdingselskapet som børsen, og dette holdingselskapet vart teke over av OMX hausten 2006.

Når oppgjeret er over, har investorane verdipapira på sine konti i verdipapirsentralane i dei ulike landa, og seljarane har fått inn pengane på bankkonti i dei ulike valutaene. Då er handlane heilt gjennomførde.

4 Om dei ulike kostnadene i handelen

Ut frå omtalen av børsen som møteplass og korleis handelen vert gjennomført kan ein identifisere desse elementa som viktige for nytten av handelen og for kostnadene:

- kostnadene ved og kvaliteten på informasjon ved emisjon og rapportering frå utferdarar
- kvaliteten og prisen på verdipapirføretaka sine analysar og arbeidet deira med tilrettelegging for handel
- likviditeten og breidda i marknaden
- om det er eit effektivt handelssystem på børsen som òg spreier informasjonen frå utferdarane effektivt
- om det er godt tilsyn med handelen som hindrar innsidehandel og marknadsmanipulasjon
- om det er eit effektivt oppgjerssystem for gjennomføring av børshandelen
- om det er eit effektivt offentlegrettsleg tilsyn med handelsverksemd, infrastrukturleverandørar, verdipapirføretak og utferdarar

Konsekvensar av utanlandsk oppkjøp av børsen på effektiviteten og for kostnadene vert under drøfta samla for dei fem først punkta. Konsekvensar for oppgjerssystem og offentleg tilsyn vert drøfta i egne avsnitt.

Effektivitet i handelen

Ved vurdering av dei samfunnsmessige kostnadene knytte til dei ulike elementa, er det vanleg å lite på at konkurranse gjev samfunnsmessig effektivitet når det er mange leverandørar. Sjølv om det ikkje er nokon nasjonal marknads plass, vil dette gjelde for kostnadene med å lage prospekt og informasjon om utferdar ved ein emisjon. Det gjeld òg for kvalitet og pris på analysane som vert stilte til rådvelde for marknaden, og kostnadene for at verdipapirføretaka skal legge til rette for handel. Utferdarane er mange og kan velje i kva mon dei vil bruke sin eigen organisasjon til dette, eller om dei vil kjøpe hjelp frå verdipapirføretak eller informasjonsrådgjevarar for å halde desse kostnadene låge. Dette skulle sikre kostnadseffektivitet på dette punktet, og det gjeld uansett kven som eig børsen og kor mange børsar det er.

I verksemda som er spesifikk for marknads plassen er det element av monopol, i alle høve er det få som gjev tilbod. Ettersom børsen er ein møteplass, vert nytta størst når det er mange møte. Difor er det viktig at det er få som tilbyr møteplass. Dette er særleg viktig

med omsyn til likviditeten og breidda i marknaden. Likviditeten vert betre når mange investorar med ulike ønske om sparing treff kvarandre. Breidda marknaden kan by på, vert større når mange utferdarar med papir med ulik vinst- og risikoprofil har papira noterte på same børs. Eit viktig spørsmål for store internasjonale investorar er kva verknad store aksjehandlar vil ha på prisen. Auka likviditet gjennom auke i investorbasen vil redusere dette problemet. Alt anna like er det difor vinst å få om børsane er store. Eit sentralt spørsmål er difor om det er endringar i andre viktige tilhøve ved eit oppkjøp av Oslo Børs. Det vert kommentert seinare. Fram til det er synleg at det kan kome tap, må konklusjonen vere at det kan vere ein føremon med konsolidering av børsane. Om det ikkje vert påvist skadelege verknader, må det i alle høve vere eit spørsmål som ein kan overlata til aktørane – under fri etablering – å ta stode til.

Spørsmål om handelssystem, informasjon, marknaden spreing av informasjon og tilsyn med handelen kan ein sjå på same vis. For informasjonen som vert gjeven ut, vil kvaliteten bli styrt av krava frå tilsynsstyresmakter og børsane. I Europa krev tilsynsstyresmaktene stort sett den same informasjonen, som følgje av ulike EU-direktiv. Når det gjeld børsane si presisering av krava og dei eigne krava børsane stiller, kan det vere ein føremon med ein stor børs som syter for informasjon som enkelt kan samanliknast. Men om mange børsar samarbeider om å handheve dei same informasjonskrava, vil det kunne gje same vinst som om det berre er ein stor børs. Tilsvarande gjeld spreing av informasjon og når det gjeld krava til handelssystem og handelsregelverk; ein stor børs er bra, men dei same vinstane for brukarane kan ein få om det vert brukt og praktisert eit sams informasjons- og handelssystem. Konsekvensen for kostnadene ved produksjon av slike sams tenester er mellom spørsmåla som kan avgjere om det er best med ein sams børs eller samarbeid mellom børsar. Denne kostnadsvurderinga er noko eigarane av børsane må gjere. Desse vurderingane bør styresmaktene ikkje blande seg bort i.

Nye kostnader ved utanlandsk eige?

Det er grunn til å sjå på om det kan verte nye kostnader ved handelen om børsen kjem i utanlandsk eige. Det kan skje om heile eller delar av verksemda vert flytt geografisk. Om til dømes arbeidet med prospekt og vedtak om opptak av papir til notering vert sentralisert til hovudmarknaden, vil kanskje språkkrav, reisekostnader etc. gjere prosessen dyrare, slik at det ikkje vert like enkelt å verte notert for norske selskap. Om dette skulle skje, vil mindre av den produktive kapitalen i samfunnet få den daglege karakterboka som børsen gjev. Det vil kunne redusere den samfunnsmessige effektiviteten i kapitalbruken. Om det er truleg at noko slikt skal skje, kan det vere eit argument for at det er meir effektivt med nasjonalt eige. Eit liknande problem, som kan vere eit argument for ein nasjonal børs, er det om det er fare

for at små selskap skal drukne mellom alle selskapa på ein stor børs, slik at dei ikkje får høveleg merksemd frå investorar og verdipapirføretak. Eit argument mot at dette er eit relevant problem, er at det til ei kvar tid kjem nye små selskap til notering på dei største børsane i verda (New York og London). Tilsiget til Oslo Børs av kanadiske energiselskap kan kanskje indikere at det er ein fare for «å drukne» på store børsar, men det kan like så vel hende at kompetansen på analyse av energiselskap i miljøa kring Oslo Børs sikrar «rett» pris, og at dette er faktoren som trekkjer dei til Noreg.

Handelen på Oslo Børs kan gå over på utanlandske hender om ein konkurrent som tilbyr betre og billigare tenester etablerer seg, slik at utferdarar og investorar flyttar verksemda si til den konkurrerande marknaden. Dette vil ikkje vere eit problem for samfunnet, men av di børsen er nettverksverksemd, er noko slikt lite truleg. Med stor grad av sannsyn kan ein gå ut frå at eit skifte av kontroll med ein marknad som Oslo Børs må skje ved at nye eigarar byr så mykje for kontrollen at dei eksisterande eigarane ser seg tente med å selje. Kjøparane har i så fall gjort ei stor investering som skal forrentast. Det må gjerast gjennom billigare produksjon av verksemda som alt finst, ved å syte for meir aktivitet og handel utan auka kostnader, eller ved ein kombinasjon.

I det tilfellet at OMX tek over Oslo Børs, er mykje av stordriftsfordelane ved ein sams børs alt realisert, av di børsane har sams handelssystem, handelsregelverk og reglar for overvaking av marknaden. Ein kan ikkje sjå bort frå at det er økonomisk vinst å hente ved å sentralisere drifta av dei store og kompliserte datasystema som er naudsynte.⁴ Dei har òg sikringsprosedurar som gir tryggleik ved brot i straum- eller telefonisystem. På same måte kan det vere vinst ved sentralisering av rutinar og arbeidsplassar knytte til overvaking av marknaden. Kjøparen kan òg treffe tiltak for å auke aktiviteten for å forrente oppkjøpspremien. Eit tiltak det er klårt at ville bli sett i verk, er norsk deltaking i den sams nordiske børslista som nyleg er lansert. Effekten dette vil ha på handelen er omstridt, og kravet om rapportering på fleire språk for papira på denne lista aukar kostnadene for utferdarane. Men auka aktivitet må bety å få inn fleire investorar og fleire utferdarar, og då er det ikkje rimelig å tru at OMX, som ein eventuell ny eigar, skal setje i verk tiltak som aukar kostnadene ved å få papir fram til notering. Ein kan resonnerer på same vis om andre tilhøve, og om ein skulle vurdere rasjonell åtfærd for andre tenkjelege kjøparar. Dette kan vere grunnen til at ved oppkjøp av børsar i Europa så langt har verksemda i den nasjonale børsen halde fram, medan børsen vert eigd av eit utanlandsk holdingselskap. Det er òg eit argument for at det neppe vil gi eit samfunnsøkonomisk tap for Noreg om eit utanlandsk selskap tek over Oslo Børs.

Euronext legg stor vekt på omsynet til juridisk tryggleik for kundane (utferdarar og investorar), og brukar det som eit argument for å la dei nasjonale marknadsplassane halde fram som sjølvstendige dotterselskap. Euronext har gått lenger enn OMX i samarbeid mellom dei nasjonale børsane gjennom ei sams ordrebok, og alle papir er noterte i euro. Når ein investor ønskjer å kjøpe ein aksje, veit han ikkje nasjonaliteten til dei mogelege seljarane. For å gardere seg mot alle former for tenkjelege og utenkjelege juridiske problem vil avtaletilhøva og pliktene til investoren verte løyste innan rettssystemet til børsen der investoren legg inn ordren sin, heilt frå ordren vert lagt inn i handelssystemet til handelen er fullt ut gjennomført. Skulle det vise seg at det er skilnader i rettssystema til investoren og motparten, er det ein risiko Euronext tek på seg. Det er ikkje klårt at Euronext ville kunne syte for denne garantien om børsane var organiserte som filialar. Dette viser at det er tenester som kan verte leverte betre med nasjonale børsar i samarbeid enn med ein sams børs med filialar. Dette vil òg telje med ved vurdering av organisasjonsmodell etter eit eventuelt utanlandsk kjøp av Oslo Børs.

Effektivitet i oppgjeret

Systemet for oppgjer av handel avtalt på børsane er ikkje sams for Norden og Baltikum. Det er i dag nasjonale oppgjerssystem som nyttar eigen valuta i alle landa. I regionen vil det, sjølv etter at dei tre baltiske republikane om nokre år truleg er tatt inn i eurosona, vere fem valutaer i bruk (euro i Finland og Baltikum og ulike kroner i fire nordiske land). Registra over eigarskap i aksjeselskap vil vere nasjonale, og difor er det grunn til å tru at regionen vil ha fleire sentralar for oppgjer av verdipapirhandel i drift. Maksimal lønsemd i kapitalbruk vert det når midlar som vert frigjorde ved sal av verdipapir ein dag i ein valuta, kan verte brukte same dag til kjøp av verdipapir i ein annan valuta utan at ein må gjere (eller at det løner seg å gjere) valutahandel som supplement til verdipapirhandelen. Dette er det ikkje råd å gjere i regionen i dag. Investorar må ha oppgjerskonto for verdipapirhandel i alle valutaene det vert handla i. Flytting av likvide midlar frå den eine til den andre marknaden må verte avtalt som ein særleg valutahandel.⁵ Det er to element av kostnader ved dette: det direkte vekslingsgebyret (inkl. «spread») og kostnadene ved likviditetsbinding av di ein må ha konto i mange valutaer. I praksis kan investor få dekt ønskja sine gjennom ein multivalutakonto i til dømes ein av dei store nordiske bankane. Slike konti vil ha ein pris, og valutaveksling er dermed likevel eit kostbart mellomledd.

For bankane er det vinstar å hente ved å leggje til

⁴ Euronext seier det vil vere store vinstar på dette feltet gjennom samordning med New York Stock Exchange (<http://www.finextra.com/fullstory.asp?id=16151>). Parallellen til dømet her vil vere om OMX går inn i ein større internasjonal allianse der drift og utvikling av ei IKT-plattform kan leggast ned.

⁵ Her skil børsalliansen i Norden og Baltikum seg frå samarbeidet i Euronext, av di børsane i Amsterdam, Brussel, Paris og Lisboa noterer papir i euro. Avrekning og oppgjer skjer med sentral motpart i oppgjersentralen Clearnet, som òg er eigd av Euronext. Euronext eig derivatbørsen LIFFE i London, og derivat som er noterte i engelske pund vert gjorde opp i den engelske oppgjersentralen London Clearing House.

rette for handel med verdipapir noterte i ulike valutaer. Vinsten aukar proporsjonalt med handelen og med marginen i valutahandelen. Eit viktig poeng er at vinstane er større jo meir motrekning som kan gjerast mellom investorane sin handel, ettersom det gir banken handelsmargin samtidig som banken på eiga hand slepp å gjere valutaveksling. Dette er illustrert ved eit enkelt døme i ramme 2.

På dette punktet kan ein ikkje vente effektivisering som følge av eit eigarskifte på Oslo Børs. Oslo Børs er ein av fleire aksjonærer i VPS, som er den norske aktøren som eventuelt måtte endre sine system slik at likviditet kan verte brukt meir effektivt på tvers av valutagrensene. VPS vurderte i 1999 å delta i prosjektet S-4. Prosjektet hadde som ambisjon å lage eit sams oppgjer for handel ved børsane i Oslo, København, Helsingfors og Stockholm. Det kom aldri lenger enn til idéstadiet, ettersom det ikkje var semje om korleis det skulle betalast for ein forprosjektstudie. Tanken var at kostnadene skulle verte dekte gjennom handelsavgifter. Då var handelen mykje større i Stockholm enn på dei andre tre børsane, og dei andre børsane ville ikkje kome til å skyte til vesentleg breidd i investorbasis eller papir. Den svenske verdipapirsentralen VPC såg det difor slik at deira brukarar ville kome til å betale for eit betre tilbod til VPS (Noreg), VP (Danmark) og APK (Finland) sine kundar. Utviklinga i aksjehandelen sidan 1999 har redusert skilnaden i storleik og breidd mellom marknadene, men noko framlegg om revitalisering av S-4 (eller lansering av eit S-8, der dei baltiske landa og Island også er med) er ikkje registrert.

Gjennomføring av eit oppgjerssystem som S-4 eller S-8 ville kunne effektivisere investorane sin kapitalbruk. Om det samstundes vart laga eit system med ein sentral motpart, ville mange store internasjonale investorar vere nøgde.⁶ Truleg vil det vere lettare å vedta eit slikt prosjekt om det er sams eige av verdipapirsentralane, eller om ein sams eigd børs etterspør effektivisering på vegner av kundane sine. Blant aktørane som kan vere skeptiske til ei slik effektivisering, er dei store bankane. Dei er òg medeigarar av børsar og verdipapirsentralar. Bankane tener på valutaverksemda knytt til den internasjonale handelen med verdipapir. Ei effektivisering gjennom mindre valutaveksling kan gå ut over inntektene deira. Det same vil ein reduksjon i valutamarginane gjere, og nettopp ein slik reduksjon kan verte nytta som verkemiddel for å auke kundebasen. Det finst døme på slik konkurranse.⁷

Offentleg tilsyn

Det er eit omfattande offentleg tilsyn med aktørane i verdipapirmarknadene og verksemda dei driv, for å sikre soliditeten til aktørane og korrekt åtferd i marknadene.

Dersom eit eigarskifte for Oslo Børs eller VPS skulle gjere det meir komplisert å føre eit adekvat tilsyn, kan det bli brukt som eit argument for tiltak som syter for at selskapa held fram som norske. Etter EØS-avtalen skal det vere ein sams indre marknad for finansielle tenester. Verksemd i verdipapirmarknadene fell inn under «finansielle tenester». Det er eit sterkt ønske om å få ned kostnadene ved grensekryssande handel med finansielle instrument, ikkje minst innan EØS-området. Retningslinene for aktiviteten i og tilsynet med handel med finansielle instrument vert i høg grad forma ut på europeisk nivå, jf. Grønvik (2006). Prinsippet om at heimlandet har tilsyn med institusjonane medan vertslandet har tilsyn med marknadsaktiviteten, fører alt i dag til at det må vere samarbeid om tilsyn. Det er om lag 25 verdipapirforetak med kontor utafor Noreg som er fjernmedlemar på Oslo Børs og tek aktivt del i handelen der. Eit mogeleg eigarskifte for Oslo Børs og ei eventuell flytting av somme marknadsplassfunksjonar frå Noreg til eit anna land, vil føre til at ansvaret for tilsyn må verte justert. Kva for tilsynsorganisasjon som har ansvar for dei ulike oppgåvene, kan verte endra. Etter EØS-avtalen kan ikkje norske styresmakter bruke eit ønske om sjølv å ha tilsynet med institusjonar som driv verksemd i Noreg som eit argument for å hindre eigarskifte for infrastrukturorganisasjonane i den norske verdipapirmarknaden.

Om det vert laga eit system som gjer opp handelen i fleire valutaer på ein gong, vil sentralbankane ha interesser i det knytt til tryggleik for oppgjeret og til integriteten til betalingssystema. Dei internasjonale organisasjonane for sentralbankar og verdipapirtilsyn har laga detaljerte retningsliner for korleis oppgjerssystemet for verdipapirhandel skal formast ut, jf. BIS og IOSCO (2001). I eit slikt prosjekt vil betalingssystema i fleire land verte knytte saman, og det gjer det naudsynt med nærare samarbeid mellom dei involverte sentralbankane. Dette vil ikkje vere prinsipielt nytt, ettersom det alt finst ei norm for slikt samarbeid gjennom arbeidet med godkjenning av systemet for oppgjer med valutahandel (CLS). Handel som involverer dei nordiske kronene vert gjort opp i dette systemet, og dei nordiske sentralbankane er med i samarbeidet, jf. Andresen og Bakke (2004).

5 Oppsummering og konklusjon

Verdipapirmarknaden si rolle i samfunnsøkonomien er å effektivisere utferdslø og omsetnad av aksjar og obligasjonar. Det vert samfunnsøkonomiske vinstar ved dette ved at dei beste prosjekta vert finansierte og av di formidlingskostnadene vert reduserte ved at spreining av risiko («diversifisering») gir sikrere sparing. Nyttan for samfunnet heng òg saman med kostnadene ved

⁶ Ein sentral motpart er ein institusjon som trer inn mellom kjøpar og seljar når handel er avtald, slik at aktørane berre har motpartsrisiko mot den sentrale motparten. Mange store internasjonale investorar ønskjer eit slikt oppgjerssystem som element i risikokontrollen sin. Husevåg og Bjerkeland (2003) drøftar internasjonale utviklingstrekk innan oppgjer, og forklarar noko meir om sentral motpart.

⁷ Eit nettmeklarselskap seier at dei ikkje tener på valutaveksling, og selskapet gjer truleg kvar dag opp all handel til den kursen som vert gjeldande for selskapet sin netto valutaposisjon. Inntektene til dette selskapet kjem dermed berre frå kurtsajen.

Ramme 2: Valutavinst for bankane

Bankane kan tene mykje på handel med verdipapir i andre valutasoner enn den eigne. Som døme kan vi sjå på ein norsk bank som tilbyr kundane sine aksjehandel i Stockholm. Ein dag har banken to kundar. K kjøper svenske aksjar for 1 million svenske kroner, medan S sel svenske aksjar for like mykje. Den aktuelle dagen er midtkursen på svenske kroner 0,90, og marginen i valutamarknaden er $\pm 0,5$ prosent. Kurtasjen for aksjehandel i Sverige er sett til 0,1 prosent.¹

I dette dømet vert kurtasjen til banken, rekna i norske kroner, slik:

- Kurtasje frå K blir $1\,000\,000 \cdot 0,9045 \cdot 0,001 = 904,5$ kroner
- Kurtasje frå S blir $1\,000\,000 \cdot 0,8955 \cdot 0,001 = 895,5$ kroner
- Samla kurtasje til banken blir $904,5 + 895,5 = 1800$ kroner.

Dette ser akseptabelt ut for kundane, men for å sjå heile biletet må ein sjå på alle transaksjonane. Då vil vi sjå at banken attåt kurtasjen vil få ein større vinst gjennom valutavekslinga. Transaksjonane vert:

Transaksjonar knytte til K sitt kjøp av svenske aksjar:

- K overfører til banken for aksjane og som kurtasje: NOK 904 500 + NOK 904,5
- Banken overfører til svensk meklar og svensk børs: SEK 1 000 000 + handelsgebyr
- Den svenske meklaren overfører til banken, som vidarefører til K: Svenske aksjar

Transaksjonar knytte til S sitt sal av svenske aksjar:

- S overfører til banken, som vidarefører til den svenske meklaren: Svenske aksjar
- Svensk meklar overfører til banken: SEK 1 000 000
- Banken overfører til svensk børs: Handelsgebyr
- Banken overfører for aksjane til S med fråtrekk for kurtasje: NOK 895 500 – NOK 895,5

Netto er resultatet for dei tre aktørane:

- K gir frå seg NOK 905 404,5 og mottek svenske aksjar
- S gir frå seg svenske aksjar og mottek NOK 894 604,5
- Netto for banken i NOK: $+ 905\,404,5 - 894\,604,5 = \text{NOK } 10\,800$
- Netto for banken i SEK: $- 1\,000\,000 + 1\,000\,000 - 2 \cdot \text{handelsgebyr} = - 2 \cdot \text{handelsgebyr}$

Handelsgebyret banken betalar til børsen er svært lågt. Ved Oslo Børs er det 20 kroner for ein handel med verdi 1 million kroner. I tillegg til dette kjem det ei årleg medlemsavgift. Kostnadene for banken i SEK vil difor vere svært små.

Banken har som vist, vinst på verksemda. Kurtasjen er i dømet berre ein femdel av den samla vinsten for banken frå koplinga av tenesteyting for dei to kundane. Hadde banken berre hatt kundar som kjøpte svenske aksjar, ville det ikkje vore annan vinst enn kurtasjen, ettersom banken måtte skaffe dei svenske kronene i marknaden. I dømet her er det full motrekning, slik at banken ikkje treng gjere nokon valutahandel. Han vert difor sitjande med ein stor vinst.

Det er kundane som betalar denne ekstra vinsten til bankane. Ein skjønar det betre ved å sjå på heile investeringa. Kunden som den aktuelle dagen kjøper svenske aksjar, vil ein gong i framtida selje dei og konvertere salsverdet til norske kroner. Då vil han også måtte betale kurtasje og valutamargin. Ved ei investering i Noreg betalar han kurtasje både ved kjøp og sal, men er investeringa i Sverige, betalar han attåt dette marginen mellom kjøp og sal av valuta. Dømet brukt her, er basert på observerte marginar og kurtasjesatsar. Med tala i eksempelet vil kostnadene for ein norsk investor ved ei investering i Noreg bli 0,2 prosent, medan ei investering i Sverige vil koste 1,2 prosent fram til investeringa er avslutta. Konsekvensen av dette er at kravet til forventa avkastning ved ei investering i Sverige må vere større enn ved ei investering i Noreg. Dette kan vere eit rasjonelt element i forklaring av investorars favorisering av heimemarknaden («home bias»).

Generelt kan det visast at den daglege netto vinsten frå verksemda som bankane har, kan reknast ut gjennom to ledd som kan skrivast:

$$\Pi = v \cdot (\sum S + \sum K) \cdot (m + k - h) - v \cdot (\sum S - \sum K) \cdot m$$

Vinsten (Π) er rekna i NOK. Det første leddet er inntekter og kostnader knytte til den samla aktiviteten. Brutto aktivitet målt i norske kroner blir valutakursen (v) multiplisert med brutto handelsverdi målt i SEK ($\sum S + \sum K$). Denne aktiviteten vert å multiplisere med summen av valutamargin (m , målt frå midtkursen) og kurtasje (k) med frådrag for handelsavgift til den svenske børsen (h). Det andre leddet er storleiken på valutahandelen banken faktisk må gjere. Utleigga for banken fordi det ikkje er full motrekning, er valutakurs multiplisert med netto handelsverdi målt i SEK ($\sum S - \sum K$) og med valutamargin.

Det er to grunnar til at formelen over kan indikere ein lågare vinst ved verksemda enn det banken i røynda kan oppnå. Det eine er at ein bank som driv internasjonal verksemd, vil ha annan aktivitet i det andre landet, og til den verksemda vil han ha ei arbeidskasse. Ofte vil banken ikkje ha bruk for dagleg valutaveksling fordi han kan bruke midlar frå arbeidskassa. Det andre er at formelen gjeld for ein einskild dag. Om ein summerer vinsten frå verksemda over fleire dagar, vil det første leddet (som inneheld inntektene) auke, medan det andre leddet med bankens kostnader til valutaveksling normalt vil auke mindre eller verte redusert på grunn av motrekning av valutahandlar over fleire dagar.

¹ Kurtasjesats og valutamargin i dette dømet er valt nær dei som ifølgje bankars heimesider galdt 31.10.2006.

verdipapirhandelen. Desse kostnadene heng saman med kostnadene ved alle dei ulike elementa i marknadsinfrastruktur.

Svaret på om børsen bør vere nasjonal avheng blant anna av kostnadene ved å drive ein møteplass mellom utferdar og investor sikkert og etter kjende og internasjonalt aksepterte spelereglar. Mange argument for internasjonal eigarskap gjeld mogelege føremonar med stordrift, ikkje minst det å halde på eit stort nettverk av aktørar. Mange av desse vinstane kan ein òg sikre gjennom samarbeid mellom marknads plassar. Argument for at eigarskapen bør vere nasjonal, er at det kan gi auka tryggleik for at det er lett å gjere bruk av marknaden for norske aktørar. Det kan hende at sambandet med betalingssystemet kan vere eit argument for at tryggleiken i den finansielle infrastrukturen i landet vert teken betre vare på ved nasjonal eigarskap.

Drøftinga knytt til ulike sider ved marknads funksjonar har ikkje ført fram til tilhøve som indikerer systematiske avvik mellom privat- og samfunnsøkonomisk lønsemd. Eit ønske om å gjere det enkelt å knytte seg til det nettverket ein bør er for norske investorar og utferdarar, peiker mot at ein marknads plass vil halde fram i Noreg sjølv om eigarskapen til børsen skifter til utanlandske hender. Dette er òg røynsle frå andre land, og det skulle dermed ikkje vere grunn til å ha nokon særleg politikk for å syte for nasjonal eigarskap til marknads plassen for verdipapirhandelen. For norske styresmakter er det fint at private eigarar driv Oslo Børs med stor lønsemd, slik at tilbodet til utferdarar og investorar vert godt. Di betre dei driv, di høgare pris vil dei krevje for å bli kjøpte ut. Det vil stille endå større krav til ein kjøpar om effektiv drift og evne til å tilby større nettverksføremonar. Om det skulle kome til eit eigarskifte, må den nye eigaren tru at han kan yte aktørane på den norske verdipapirmarknaden fleire eller billegare tenester. Om ein ny eigar får til noko slikt, vil det i så fall vere noko det norske samfunnet har glede av. Det er såleis ikkje naudsynt med noko særskilt politisk tiltak for å tryggje at verksemda har norske eigarar.

Truleg vil det vere enklare å få til vedtak om endring i systemet for oppgjer med verdipapirhandel i dei aktuelle landa om børsane har sams eigar. Ein kan ikkje lite på at bankane vil fremje eit slikt prosjekt, ettersom dei har vinst på valutahandel knytt til verdipapirhandel over valutagrensene. Også her kan auka konkurranse gje meir effektivitet, og konklusjonen står fast. Styresmaktene bør difor ikkje blande seg bort i kven som eig marknads plassen på anna vis enn at dei bør sjå til at ein eventuell ny eigar er kvalifisert etter lova. Styresmaktene bør heller ikkje ha noka meining om korleis prisen for eit eventuelt oppkjøp vert fastsett. Det er etter lova høve til å etablere konkurrerende marknads plassar, og det vil gjere det mogeleg å etablere nye organisasjonar dersom eigarskifte skulle gje eit resultat som viser seg å ikkje vere teneleg for norske marknadsaktørar.

Om det skulle kome til eit eigarskifte for Oslo Børs

eller VPS, kan det kome til å bety at arbeidsdelinga mellom tilsynsorganisasjonar i dei landa som er involverte, må verte justert. I EØS-området er det retningsliner for korleis dette samarbeidet skal fungere. For Noregs Bank er det ei eventuell integrering av oppgjersfunksjonen i marknaden som vil gje nye behov for samarbeid med andre sentralbankar. Integrering av oppgjersfunksjonen avheng ikkje av kontrollskifte med dei involverte selskapa.

Referansar

Andresen, Ingrid og Bjørn Bakke (2004): «Continuous Linked Settlement – valuta for pengene» *Penger og Kreditt* 32, 37–47, Oslo: Noregs Bank

BIS og IOSCO (2001): *Recommendations for securities settlement systems*. Bank for International Settlements, Basel and International Organisation of Securities Commissions, Madrid

Grønvik, Gunnvald (2006): «Hvorfor reformere lovene for verdipapirmarkedene?» Aktuell kommentar i *Økonomisk forum* 60-5, 11–17

Husevåg, Vigdis og Kristin Bjerkeland (2003): «Verdipapiroppgjøret i Norge. Hva betyr utviklingen i Europa for det norske systemet» *Penger og Kreditt* 31, 142–153, Oslo: Noregs Bank

Must, Erik (2006): «Trenger vi en norsk børs», Foredrag i seminaret om velfungerende markeder ved Kredittilsynets 20-årsjubileum. http://www.kredittilsynet.no/archive/stab_pdf/01/03/Jub20025.pdf