

# Det europeiske verdipapirmarkedets infrastruktur i støpeskjeen

Sindre Weme, kontorsjef i Avdeling for verdipapirmarkeder og internasjonal finans, og Kristine Andenæs Axelsen konsulent i Avdeling for infrastruktur og betalingssystemer<sup>1</sup>

**Deregulering av kapitalmarkedene, rask utvikling av data- og informasjonsteknologi og innføring av euro har ført til økt integrasjon av verdipapirmarkedene i Europa. En sentralisering av infrastrukturenheter som børser og oppgjørssentraler vil kunne realisere stordriftsfordeler og fremme ytterligere integrasjon gjennom billigere grensekryssende handler. Foreløpig har det skjedd lite på dette området, men også her kan en se økende samarbeid og enkelte sammenslåinger. Den teknologiske utviklingen har muliggjort konkurranse mellom nasjonale handels-, oppgjørs- og avregningssystemer. Innføring av euroen har fjernet valutakursrisiko mellom eurolandene. Begge deler har bidratt til betydelig økt grensekryssende aktivitet. Det er ventet fortsatt konsolidering i de nåværende nasjonale handels-, oppgjørs- og avregningssystemene. Dette er nødvendig for å høste de fulle fordelene av et integrert europeisk kapitalmarked.**

De tjenestene man regner med som de sentrale i verdipapirmarkedets infrastruktur, er: handel, avregning, oppgjør og registrering. Dette kalles samlet for verdipapir-

kjeden. For alle disse tjenestene finnes det i dag nasjonale produsenter. I den integrasjonsprosessen som ventes, kan det tenkes både en vertikal og en horisontal dimensjon.

## Elementer i verdipapirkjeden

### *Handel*

Finansielle instrumenter handles ofte på en markeds plass med betegnelsen børs. Det er mest vanlig at børser omsetter aksjer, men også obligasjoner, ulike derivater, metaller, olje og andre varer kan omsettes på børser. Noen børser omsetter flere av disse produktene, mens andre er spesialiserte. Det er en trend mot sammenslåing av børser for aksjer og børser for finansielle derivater. Varebørser er som regel spesialiserte. Børsenes primære oppgave er å være en møteplass for selgere og kjøpere og kontrollere at prissettingen skjer uten manipulering til fordel for enkeltaktører. Rollen som møteplass kan også ivaretas av telefonmarkeder (kjøp og salg avtales over telefon) og såkalte alternative handelssystemer. Dette er systemer som ikke er underlagt børslovgivningen, og prisene på instrumentene som handles tas ofte fra en børs, det vil si at prisen tas for gitt.

### *Verdipapirsentral*

Verdipapirsentraler fører register over finansielle instrumenter og står i mange tilfeller også for avregning og oppgjør av verdipapirer. Det har det siste tiåret vært stor vekst i antall verdipapirsentraler. I 1990 var det 28 verdipapirsentraler på verdensbasis (mest vanlig i USA og Vest-Europa), mens det i 1999 var 102.<sup>2</sup> Den store veksten kan delvis forklares ved at G-30 landene i 1989 anbefalte at alle land etablerte en egen verdipapirsentral for å legge til rette for dematerialisering og effektivisering av de nasjonale verdipapirmarkedene.

Avregning er en beregning av nettoposisjoner for alle deltakerne i verdipapiroppjøret (VPO). Avregningssentralen samler opp alle handler i løpet av en periode, og beregner ut fra dette to nettoposisjoner per deltaker: en papirposisjon for de omsatte verdipapirene og en pengeposisjon for pengebeløpene. Før avregningsresultatet for pengeposisjonen oversendes til oppgjørsbanken, blir det kontrollert at deltakerne har de verdipapirene de ønsker å selge.

Oppgjør. Når alle deltakerne har pengedekning for sin posisjon, gjennomføres VPO, og deltakernes konti oppdateres i samsvar med de beregnede nettoposisjonene i penger og verdipapirer.

Registeret er en oversikt over hvem som eier hva.

### *Sentral motpart*

Sentral motpart er en tredje aktør (i denne sammenheng vanligvis en avregningssentral) som fungerer som motpart for både kjøper og selger, slik at kjøper er sikret oppgjør selv om selger ikke overholder avtalen, og omvendt. Kjøper og selger har da ikke motpartsrisiko mot hverandre, men mot avregningssentralen. Den sentrale motparten reduserer sin risiko ved å innhente en sikkerhet (margin) fra aktørene, som skal dekke markedsrisiko og motpartsrisiko. Den sentrale motparten vil kalle inn ytterligere sikkerhet (margin call) fra den av motpartene som får en høyere forpliktelse som følge av kursendringer. Sentral motpart er mest vanlig i handelen med børsnoterte derivater, men brukes også i noe omfang for OTC-kontrakter («Over The Counter»), skreddersydde kontrakter som handles av banker og verdipapirforetak. Sentral motpart benyttes i svært beskjeden grad i handelen med aksjer og obligasjoner. Bruken av sentral motpart vil trolig øke også på dette området.

<sup>1</sup> Spesiell takk til Kristin Bjerkeland, Vigdis Husevåg og Arild Lund for innspill og kommentarer.

<sup>2</sup> Malkamaki Markku, Bank of Finland Bulletin, 4/1999, s.38.

## Integrasjon:

*Vertikal:* samarbeid mellom ulike aktører i verdipapirkjeden (se egen ramme) i samme land.

*Horisontal:* samarbeid mellom samme ledd i verdipapirkjeden i ulike land.

Økt konkurranse og realisering av stordriftsfordeler i verdipapirmarkedets infrastruktur vil redusere kostnadene ved verdipapirhandel. Hvor mye, er vanskelig å angi. Ifølge markedsaktører er kostnadene ved verdipapirhandel over grenser i Europa 10 ganger så høye som i USA, der det er en sentral oppgjørsenhet.

Reduserte handelskostnader vil fremme integrasjonen av og veksten i verdipapirmarkedet i Europa. Dette vil gi flere og bedre sparealternativer, bedre finansieringskilder for bedriftene og økte muligheter for risikostyring og diversifisering. Mer effektive verdipapirmarkeder kan således sammen med bankene bidra til økt finansiell stabilitet ved å utfylle hverandres rolle som finansieringskilde i krisesituasjoner.<sup>3</sup> I den nylig fremlagte «Lamfalussy-rapporten», som omhandler reguleringen av europeiske verdipapirmarkeder, pekes det på at realavkastningen av pensjonsfondenes plasseringer i USA var 10,5 prosent per år i perioden 1984-1998<sup>4</sup>. I EU-land, med store begrensninger på investeringene, var det tilsvarende tallet 6,3 prosent.

Den omstrukturingsprosessen som nå er i gang på infrastrukturens side, er drevet av ønsket om å realisere de stordriftsfordeler som deregulering, teknologiske framskritt og institusjonalisering av sparingen har muliggjort. For myndighetene vil et viktig hensyn i prosessen være å sikre tilstrekkelig konkurranse i produksjonen av infrastrukturtenestene samtidig som kontrollen opprettholdes.

## 1 Bakgrunn for endringene

### 1.1 Deregulering av kapitalmarkedene og harmonisering av regelverket

Globaliseringen av finansmarkedene har medført økt konkurranse mellom aktørene. Økt harmonisering gjør det lettere å tilby finansielle tjenester på tvers av landegrensene. Gjennom GATS (General Agreement on Trade in Services) ble det for første gang innført et multinasjonalt regelverk for internasjonal handel med tjenester.<sup>5</sup>

Frem til midten av 80-tallet var både det norske og mange andre europeiske lands finansmarkeder underlagt strenge reguleringer. Reguleringer som hindret kapitalbevegelser og tjenesteleveranser på tvers av landegrensene er gradvis blitt fjernet de siste 20 årene. Det er imidlertid fortsatt hindringer, som for eksempel forskjellige skatte- og konkurranseregler, som hemmer veksten av et integrert europeisk kapitalmarked.

EØS-avtalen skal legge til rette for lik konkurranse mellom markedsaktører innen EØS-området. Dette har

## Relevante EU-reguleringer

### *Investeringsstjenestedirektivet (ISD)*

ISDs formål er å etablere et felles EØS-marked for investeringsstjenester. Direktivet fastsetter regler for godkjenning av verdipapirforetak og virksomheten til slike. Verdipapirforetak som oppfyller minimumskravene i ISD, skal kunne være medlem av børser og andre regulerte markeder i andre medlemsland på lik linje med hjemlandets foretak. Dette gir også rett til tilgang til avregnings- og oppgjørsordninger i andre medlemsland. EU-kommisjonen har lagt fram utkast til nytt direktiv som i større grad enn det nåværende skal fremme integrasjonen av verdipapirmarkedene i EU.

### *Oppgjørsdirektivet*

Oppgjørsdirektivet skal sikre at nasjonale og grensekryssende avregnings- og oppgjørssystemer har klare regler om når et oppgjør skal være bindende mellom deltakerne i systemet.

### *Financial Action Plan*

EU-kommisjonens Financial Action Plan kom i 1999 på bakgrunn av at det fortsatt er hindringer for utvikling av et felles finansmarked. Planen tar sikte på å redusere en del av hindringene. Tiltakene skal bl.a. fremme et felles verdipapirmarked i Europa. Kommisjonen foreslår bl.a. at det skal etableres gjensidig anerkjennelse av prospekter i forbindelse med emisjoner, og at markedsplassene skal ha likeartede disiplinærregler. Tiltakene er ment å øke likviditeten i verdipapirmarkedene, gjøre det billigere å innhente kapital i utlandet samt å øke konkurransen gjennom å gjøre det lettere å kjøpe virksomheter på tvers av landegrensene.

åpnet for at utenlandske finansielle foretak kan etablere filialer<sup>6</sup> og datterselskap i andre stater i EØS-området og drive med direkte salg av finansielle produkter fra sine hjemland. Gjennom avtalen har norske institusjoner i verdipapirmarkedet samme vilkår som utenlandske aktører fra EØS-området.

At Norge er tilsluttet EØS, innebærer at lovgivningen må tilpasses enkelte EU-direktiver. Det er gitt direktiver om bl.a. verdipapirforetak og verdipapirhandel, forvaltnings-selskaper for verdipapirfond og børsvirksomhet.

### 1.2 Innføring av euro

Innføringen av euro har eliminert valutarisikoen innen euroområdet. Dette har gjort det sikrere å investere i andre land i dette området, og det har dermed blitt lettere for investorer å diversifisere investeringene over landegrensene. I tillegg har innføringen av euro medført at institusjoner som tidligere hadde valutarestriksjoner, har

<sup>3</sup> Finansiell stabilitet 1/2000.

<sup>4</sup> Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets (Lamfalussy-rapporten), Brussel 15. februar 2001

<sup>5</sup> GATS var et resultat av den såkalte Uruguay-runden (1986-93), men forhandlingene for finansielle tjenester ble ikke avsluttet før medio desember 1997.

<sup>6</sup> Det var i 1999 11 filialer av utenlandske verdipapirforetak i Norge.

fått mer spillerom til å investere i andre euroland. Som en følge av dette blir euroområdet gradvis sett på som ett verdipapirmarked, noe som øker markedets likviditet. Økt likviditet i obligasjonsmarkedet er også et resultat av at Den europeiske sentralbanken (ECB) etter gitte kriterier aksepterer eurodenominerte papirer som pant. Fjerning av nasjonale valutaer har altså eliminert et viktig grunnlag for nasjonale verdipapirmarkeder, men gitt grunnlag for at flere europeiske børser nå konkurrerer om det samme markedet. Innføringen av euro har derfor bidratt til økt konkurranse blant europeiske børser.

### 1.3 Teknologisk utvikling

Ny teknologi bidrar til kostnadsreduksjoner både i form av stordriftsfordeler og mindre manuelt arbeid og ved bedre og mer tilgjengelig informasjon som reduserer usikkerhet. Ny teknologi har også økt tilbudet av finansielle tjenester. Reduserte kostnader bidrar til økt handel, mer likvide markeder og riktigere priser, som også gir seg utslag i mindre kapitalkostnader for selskapene. Den teknologiske utviklingen muliggjør elektronisk handel (netthandel). Forbedring og automatisering av oppgjør-rutiner fører til færre falte handler<sup>7</sup>.

Teknologiutviklingen medfører også økt kapasitet og mindre manuelt arbeid. Reduksjonen i bruk av manuelt arbeid gjør prosessene raskere og sikrere (fordi risikoen for menneskelig feil elimineres). Videre vil ny teknologi bedre informasjonstilgangen, både gjennom muligheter for raskere oppdateringer (ferskere informasjon) og gjennom å lette tilgjengeligheten. Alle disse forholdene bidrar til å redusere usikkerheten og dermed den totale risikoen forbundet med investeringer.

Teknologien legger til rette for å redusere oppgjørssyklusen og på sikt implementere STP. STP står for «straight through processing», og betyr å automatisere handelsforløpet fra en ordre er lagt inn på børs til den er gjort opp og registrert i en verdipapirsentral. Gjennom STP kan man gjøre opp i realtid, det vil si umiddelbart. Det reduserer risikoen, øker effektiviteten og senker kostnadene forbundet med en handel. I dag er det vanlig at en handel blir gjort opp på T+3 dager (T er handledagen). I USA tas det sikte på å redusere gjennomføringstiden til en dag.

Ny teknologi gjør det enklere og billigere å starte nye såkalte alternative handelssystemer (ATS). Slike systemer kan være alt fra rene investornettverk til konstellasjoner som i praksis fungerer som en børs. ATSer har som regel en videre krets av direkte deltakere og lavere kostnader enn børser. De er heller ikke underlagt samme strenge regulering som børser. Dette øker konkurransen i markedet og kan dermed redusere kostnadene ved å handle. Hvis ATSer får så stort omfang at det reduserer likviditeten og fører til et dårligere prisbilde fra børsene, vil dette også ha en kostnad. Elektroniske systemer fører til at lokalisering

av systemene ikke lenger har særlig betydning, noe som blant annet reduserer inngangskostnadene i markedet. Den raske teknologiske utviklingen kan føre til problemer, da lover og reguleringer ikke oppdateres like raskt som teknologien.<sup>8</sup> Dette er kanskje viktigst i forhold til handel over internett.

### 1.4 Andre utviklingstrekk av betydning

Store utstedere kan ha interesse av sammenslåinger mellom verdipapirkjedene, da dette gir utvidet eksponering overfor nye investorgrupper. Det kan også antas at mer sentraliserte markeder innebærer en betydelig effektivisering og kostnadsreduksjon i forhold til å være notert på ulike nasjonale børser.

Internasjonale investorer har interesse av at det etableres integrerte og effektive markeds plasser som forenkler oppgjør over landegrensene. Kompliserte oppgjør rutiner for handler over landegrensene fører i dag til at mange av disse handlene får utsatt oppgjør eller at de faller. Store investorer vil også trekkes mot selskaper som har likvide aksjer og stor utestående aksjekapital, slik at prisingen ikke blir vesentlig forstyrret som følge av egne disposisjoner. Store investorer og store utstedere har med andre ord en felles interesse i sentralisering av verdipapirkjedene. Økende grad av indeksering og fordeling av porteføljen på bransjer framfor landvekting forsterker dette.

Økt institusjonalisering av sparingen fører også til større konkurranse mellom de institusjonelle investorene. Disse investorene vil samtidig presse på for mest mulig effektive og rimelige tjenester fra børser, avregnings- og oppgjørssentraler. Dette bidrar til konkurranse mellom produsentene av disse tjenestene.

## 2 Gjennomførte endringer i verdipapirmarkedets infrastruktur

### 2.1 Utviklingen utenfor Europa

I USA har sentraliseringen av verdipapirmarkedet kommet svært langt. Av de tradisjonelle børsene er New York Stock Exchange (NYSE) og Nasdaq nærmest enerådende. I tillegg til børsene har også en rekke ATSer kapret en stor andel av markedet. Chicago Board of Trade (CBOT) og Chicago Mercantile Exchange (CME) er de dominerende markeds plassene for derivater. Verdipapir oppgjøret i USA ble i september 1999 sentralisert til en enhet, Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC)<sup>9</sup>. I Asia møter børsene økt konkurranse fra ATSer. Børsenes reaksjonen på dette har vært å dematerialisere<sup>10</sup>, privatisere børsene, notere seg selv på børs, ta i bruk ny teknologi og innføre fjernmedlemskap<sup>11</sup>.

Det er også samarbeidsvyer på tvers av kontinentene.

<sup>7</sup> Falte handler er handler som ikke blir gjort opp på forventet oppgjørsdag.

<sup>8</sup> Den forannevnte Lamfalussy-rapporten kommer med forslag til hvordan man raskere kan endre lover og reguleringer i tråd med teknologiske og markedsmessige endringer.

<sup>9</sup> Sammenslåing av Depository Trust Company (DTC) og National Securities Clearing Corporation (NSCC).

<sup>10</sup> Dematerialisere innebærer å gå bort fra fysiske verdipapirer og over til elektroniske registreringer.

<sup>11</sup> Euromoney desember 1999.

I juni 2000 annonserte 8 børser (NYSE, Euronext<sup>12</sup> og børsene i Sydney, Tokyo, Hong Kong, Toronto, Mexico City og Sao Paulo) at de arbeidet med å skape et verdensomspennende marked. Intensjonen er å koble handelssystemene slik at børsene kan fungere som et felles marked med en integrert ordrebok. En slik konstellasjon vil dekke tre tidssoner og gi investorer tilgang til 60% av det globale egenkapitalmarkedet via en av børsene i konstellasjonen.<sup>13</sup>

Det er videre etablert ATSer med aksjer fra ulike land. Et eksempel er Jiway, som ble lansert i november 2000. Jiway skal tilby et stort antall europeiske og nord-amerikanske aksjer, primært til småinvestorer. Jiway er utviklet av det svenske OM-systemet, som blant annet utvikler børssystemer, eier Stockholms Fondsbørs og deler av den svenske verdipapirsentralen, i samarbeid med den amerikanske investeringsbanken Morgan Stanley Dean Whitter. Jiway har så langt ikke vært noen suksess, men typisk for mange av de ATSer som vokser frem er at systemleverandører og store investmentbanker har eierinteresser i systemene.

## 2.2 Utviklingen i Europa

I Europa er infrastrukturen for verdipapirhandel fragmentert, fra handelen initieres til den er gjort opp og registrert. Fokus har vært rettet mot de nasjonale verdipapirmarkedene. Store gebyrer på grensekryssende handel har hindret konkurransen mellom nasjonale markeder, spesielt for små transaksjoner. Et stort antall nasjonale systemer fører til ekstrakostnader ved etablering og drift av systemer som skal håndtere like operasjoner. En handel i Europa koster 8-10 ganger så mye som i USA, mens driftskostnadene i oppgjørsinfrastrukturen er dobbelt så store.<sup>14</sup> I Europa har samarbeidet mellom børser i særlig grad blitt aktualisert de siste år. Utvikling og bruk av ATSer i Europa ligger betydelig etter USA, men øker.

Økt handel over landegrensene og integrering av finansmarkedene øker behovet for samarbeid mellom børser og verdipapirsentraler. Dette vil ifølge International Securities Services Association være med på å bedre effektiviteten i systemene og redusere operasjonell risiko og kostnader. I enkelte land har avregnings- og oppgjørssiden blitt slått sammen med børser, for eksempel i Finland. Ved vertikal integrering i verdipapirkjeden kan hele prosessen fra en investor legger inn en handel hos megler til handelen er gjort opp og registrert i verdipapirregisteret, forenkles og automatiseres. Som et eksempel kan det nevnes at en bruttohandel i det sveitsiske SegInterSettlesystemet (SIS) tar vel 4 sekunder fra handel til endelig oppgjør på meglernivå.

### 2.2.1 Børssamarbeid

Det er forhandlet om en rekke ulike fusjoner, allianser og avtaler mellom enheter i den europeiske verdipapirkjeden. London Stock Exchange (LSE) og Deutsche Börse var på nippet til å inngå en avtale om fusjon og

etablering av ny børs, IX. Avtalen fikk det endelige dødsstøtet 12.9.2000 blant annet som følge av at OM-gruppen lanserte et fiendtlig bud på LSE. Heller ikke OM lyktes med sitt fremstøt, og status quo er så langt opprettholdt.

Børsene i Paris, Brussel og Amsterdam fusjonerte 22.9.2000 under navnet Euronext. Euronext ønsker å inkludere flere børser både fra Europa og andre deler av verden. Luxembourg-børsen annonserte 16.11.2000 kryssmedlemskap med Euronext, og Lisboa-børsen har uttrykt ønske om å delta i Euronext<sup>15</sup>. Børsene i Milano, Madrid, Zürich, London, Frankfurt og Euronext-børsene har også ført samtaler om et felles europeisk aksjemarked.

I september 1998 ble Eurex dannet gjennom et samarbeid mellom den tyske og sveitsiske derivatbørsen. Eurex, som er Europas største derivatbørs, har også en allianse med USAs største derivatbørs, CBOT. Alliansen har siden august 2000 hatt en felles elektronisk handelsplattform og handlet hverandres produkter. CME og 5 derivatbørser i Europa, Sør-Amerika og Canada etablerte i februar 1999 et lignende samarbeid kalt GLOBEX2. Alliansens medlemmer sto for 40 prosent av børsomsatte derivater i 1998.<sup>16</sup>

Den sveitsiske børsen og Tradepoint (ATS) etablerte 4.12.2000 Virt-X som skal omsette store europeiske aksjer («blue chip»). Handelen forventes å starte i første kvartal 2001. Det har videre i noen tid vært arbeidet med et børssamarbeid for såkalte vekstaksjer mellom Tyskland, Frankrike, Belgia og Nederland. Det er også flere konstellasjoner i forhold til indekssamarbeid og samarbeid om tekniske løsninger. Egenkapitalmarkedene i Europa fremstår til tross for økt samarbeid fremdeles i all hovedsak som nasjonale markeder.

### 2.2.2 Verdipapirsentraler

Utviklingen går mot en styrking av båndene i de nasjonale verdipapirkjedene i Europa. Dette skjer gjennom fusjoner, allianser, samarbeid og etablering av automatiske forbindelser (linker) mellom verdipapirsentralene. Eksempler kan være sveitsiske SIS og tyske Deutsche Börse Clearing. Det er også mulig å skille ut enkelte operasjoner fra kjernevirksomheten. Den europeiske sentralbanken (ECB) har også begynt å interessere seg for at det skal skje en konsolidering av verdipapirsentraler, først og fremst for å effektivisere gjennomføringen av egne markedsoperasjoner.

Clearstream International er resultatet av fusjonen mellom Deutsche Börse Clearing og Cedel International (internasjonal verdipapirsentral). Clearstream utfører avregning og oppgjør av finansielle instrumenter, tjenester i forbindelse med forvaltning av sikkerheter og depot-tjenester. Clearstream planlegger å etablere en europeisk avregnings- og oppgjørssentral, og har invitert nasjonale og internasjonale verdipapirsentraler til å delta enten gjennom samarbeid eller fusjon.

<sup>12</sup> Euronext er resultatet av fusjonen mellom børsene i Amsterdam, Brussel og Paris.

<sup>13</sup> NYSE July 2000 Newsletter.

<sup>14</sup> Global Custody Review, 2/2000.

<sup>15</sup> Kryssmedlemskap mellom to børser innebærer at medlemmer på en børs automatisk er medlem av den andre.

<sup>16</sup> CME, Annual Report, 1999.



Den internasjonale verdipapirsentralen Euroclear og den franske verdipapirsentralen Sicovam undertegnet i september 2000 en avtale om fusjon tidlig i 2001. Videre er det underskrevet en intensjonsavtale mellom Euroclear og de belgiske og nederlandske verdipapirsentralene (CIK og Necigef) om å fusjonere de tre selskapene. Målet er å integrere CIK og Necigef i Euroclear i løpet av første halvår 2001. Oppgjøret for handelen ved Euronext vil dermed være samlet i Euroclear og Sicovam. Euroclear har også en opsjon på å kjøpe 20 prosent av Clearnet. Clearnet står i dag for avregning av finansielle instrumenter i blant annet Frankrike, og er sentral motpart. Hvis alle enheter blir fullt integrert, vil Euroclear ha oppgjørsfunksjonen for franske, nederlandske og belgiske verdipapirer som allerede handles på Euronext-børsen. Euroclear ser dette som et første skritt i etableringen av en europeisk avregnings- og oppgjørssentral.

Den britiske verdipapirsentralen CREST og sveitsiske SIS har inngått et samarbeid for å etablere et felles integrert oppgjør for europeiske verdipapirer. Gjennom samarbeidet ønsker de å tilby banker og meglere en integrert prosess fra handel til oppgjør for grensekryssende handel. Samarbeidet kalles Settlement Network, og er åpent for andre nasjonale og internasjonale verdipapirsentraler. Målet er å redusere kostnader og tilby bedre tjenester. CREST og SIS tilbyr i dag oppgjør for handel med bl.a. verdipapirer notert på Nasdaq og Eurotop 300 (store europeiske selskaper, «blue chip»).

Det arbeides også med flere samarbeidsmodeller innen avregning og oppgjør, som for eksempel nav-/eike-modellen, som baserer seg på Euroclear som hovedsentral med linker til nasjonale verdipapirsentraler, og en modell i regi av foreningen for europeiske verdipapirsentraler (European Central Securities Depository Association - ECSDA) som innebærer linker mellom de nasjonale verdipapirsentralene (spaghettimodellen). Så langt har det ikke utpekt seg noen klare internasjonale vinnere.

### 2.2.3 Sentral motpart

Aktører i det europeiske verdipapirmarkedet har uttrykt ønske om at det etableres en felles europeisk avregnings- og oppgjørssentral som også kan være sentral motpart. The European Securities Forum (en lobbygruppe bestående av Europas største banker) mener at bruk av en sentral motpart for all aksjehandel i Europa ville redusere totalkostnadene med 1 milliard euro årlig.<sup>17</sup> Kostnadsreduksjonene følger av økte nettingmuligheter, bedre risikohåndtering og anonymisert handel, som antas å skape bedre likviditet og redusert risiko. Euronext er eneste institusjon som tilbyr sentral motpart for aksjehandel.

London Clearing House og Clearnet har intensjoner om å inngå en allianse tidlig i 2001 med mål om å fusjonere

de to selskapene på et senere tidspunkt. Alliansen vil også være åpen for andre, og hensikten er å bli Europas største avregningssentral og sentrale motpart for europeiske verdipapirer og derivater. For deltakerne gir det stordriftsfordeler, nettingfordeler og bedre muligheter for risikodiversifisering.

Det er ønske om å få til nettingsystemer som netter over flere typer finansielle instrumenter for å bedre både nettingeffekten og bruken av sikkerheter. Nettingsystemer er populære fordi de er likviditetsbesparende. I Norge blir pengedelen av verdipapiroppgjøret nettet over alle instrumenttyper.

### 2.2.4 Nærmere om endringene i verdipapirmarkedene i Skandinavia

Børsene i København, Stockholm og Oslo har inngått avtale om børsamarbeid, NOREX. Samarbeidet inkluderer blant annet felles medlemskap, regelverk, handelsplattform, harmonisert prisstruktur og felles markedsføring. Det er meningen at all handel i en aksje skal foregå der aksjen er notert. Det betyr at handelen over Oslo Børs vil fortsette som før, selv om det over tid kan tenkes en utvikling i retning av en nordisk børs. Det tas også sikte på at samarbeidet kan utvikle en link til en av de dominerende børsene i Europa. Internasjonale investorer ser ofte på Norden som ett marked, og én inngangsport (NOREX) vil antageligvis øke handelen. Oslo Børs og Norsk Oppgjørssentral (NOS) har i flere år samarbeidet med Stockholm Fondsbørs og OM gjennom LEC (Linked Exchanges) slik at norske derivater kan handles i det svenske markedet og vice versa. Det er også etablert en forbindelse til markedet i London.

Norge, Sverige og Danmark har forsøkt å etablere felles avregning og oppgjør. Styrene i de respektive landenes verdipapirsentraler valgte å skrinlegge samarbeidet etter avslutning av forprosjektet våren 1999<sup>18</sup>. Senere har den svenske og danske verdipapirsentralen etablert en link for å lette handelen av verdipapirer mellom Sverige og Danmark. Linken er basert på standarder satt av ECSDA. Foreløpig er systemet kun basert på avregning og oppgjør av obligasjoner, men på noe sikt skal det også åpnes for andre verdipapirer. Linken ble etablert for å støtte børsamarbeidet NOREX. Linken er FoP (Free of Payment<sup>19</sup>) og legger ikke til rette for handel med DvP (Delivery vs Payment)<sup>20</sup>.

I Norge har Verdipapirsentralen (VPS) enerett på å registrere finansielle instrumenter og står også for avregning av verdipapirer.<sup>21</sup> VPS tilbyr i dag ett nettooppgjør per dag i NOK, men det arbeides med å etablere en løsning som kan tilby flere nettooppgjør per dag, bruttooppgjør og oppgjør i euro. Det kan også være aktuelt å knytte linker til verdipapirsentralene i Sverige og Danmark, og videreutvikle samarbeidet med Oslo Børs og NOS.

<sup>17</sup> Economist, Nothing settled, 20.1.2001, s.72-73

<sup>18</sup> S4-samarbeidet (Scandinavian Securities Settlement System).

<sup>19</sup> FoP innebærer at verdipapirene kan skifte eier/panthaver, men at pengeoppgjøret for transaksjonen ikke ivaretas.

<sup>20</sup> Samtidighet i betaling og leveranse av verdipapiret.

<sup>21</sup> Lovutvalget som har utarbeidet forslag til lov om registrering av finansielle instrumenter, foreslår at denne eneretten oppheves. Det forventes at den nye loven trer i kraft i løpet av 2001.

## 3 Mulige følger av utviklingen i verdipapirkjeden

Den internasjonale konkurransen om å etablere den mest attraktive markedsplassen kommer til å øke. Høy markeds kapitalisert verdi på de noterte selskapene og høy omsetning vil trolig være viktige forutsetninger for å nå opp i konkurransen. Dette kan føre til et fåtall markedsplasser for de mest likvide aksje- og rentepapirene i Europa. Innføringen av euro har satt fart i utviklingen.

Videre i dette avsnittet drøftes mulige innvirkninger av horisontale og vertikale sammenslåinger i verdipapirkjeden for investorer, mellommenn og utstedere. Andre aktører som blir berørt, kan være IT-bransjen, revisorer og offentlige myndigheter. Det tas utgangspunkt i Norge.

### 3.1 Investorer

Utenlandske markeder har allerede blitt mer tilgjengelige for investorer gjennom internasjonalisering av børser og oppgjørssystemer. I tillegg øker utvalget av investeringsmuligheter gjennom verdipapirfond og andre institusjonelle investorer, noe som ytterligere reduserer barrieren ved investeringer i utlandet for småinvestorer. Utviklingen tjener både små og store investorers interesse gjennom å legge til rette for et større investeringsunivers, bedre diversifiseringsmuligheter og mer kostnadseffektive og likvide investeringer. Internett har også gjort handelen billigere og bidratt til økt likviditet i markedet.

Utviklingen kan føre til redusert interesse for små foretak og markeder. På den annen side har institusjonelle investorer et kontinuerlig press om størst mulig avkastning. Den største avkastningen oppnås ofte i mindre likvide markeder, og mange store investorer plasserer derfor deler av porteføljen i slike.

### 3.2 Mellommenn

Meglerapparatets effektivitet og kostnader er en viktig side ved verdipapirhandel. Meglerkurtasjen har de siste år vært under press både i Norge og internasjonalt, blant annet som en følge av mulighetene til å bruke nettbaserte meglere og ATSer. Det ventes ytterligere reduksjon i kurtasjesatsene hvis utviklingen fortsetter i retning av større markeder, med forventet økt konkurranse blant meglerne og færre muligheter for å dominere handelen i enkeltpapirer. Utviklingen fremover vil trolig også innebære mer handel gjennom ATSer.

Økt gjennomsiktighet, direkte handel og internasjonalt samarbeid innebærer at norske meglere vil møte økt konkurranse fra utenlandske meglere, økt internetthandel og et økende antall store investorer som handler direkte, for eksempel gjennom ATSer. I dag står utenlandsk eide meglerforetak for nær halvparten av aksjeomsetningen ved Oslo Børs (inkl. Christiania Markets). Store norske utstedere kan også tenkes å velge markedsplasser hvor

norske meglere ikke har den samme stilling som i Norge. Investorene går allerede i betydelig grad ut av Norge for å diversifisere porteføljen. Det er vanskeligere for norske meglere å konkurrere om transaksjoner som involverer utenlandske aksjer, fordi det er flere aktører involvert.

Som leverandør av analyser om norske foretak kan norske meglere ha et konkurransefortrinn. Dette krever trolig aktiv etablering i utenlandske markeder for å knytte kunder til norske aksjer. Etableringer i utlandet av norske meglere kan også gi meglerne en rolle i internasjonaliseringen, trolig i første rekke ved å trekke investorer og utstedere til Norge. Dette kan være en kilde til økte forretninger for de meglere som best tilpasser seg endrede rammebetingelser.

### 3.3 Utstedere

Notering av verdipapirer på en annen børs enn hjemlandets innebærer tilgang til nye investorer. Høy grad av sentralisering i verdipapirkjedene gir trolig store selskaper bedre og billigere investortilgang enn notering på flere nasjonale markeder. Foretak som må basere seg på en innenlandsk investorbasis, vil kunne få det vanskeligere hvis store deler av innenlandsk kapital investeres i utlandet uten at en tilsvarende andel utenlandsk kapital investeres i Norge.

Om de største norske selskapene velger å notere seg ved utenlandske børser, kan det bli problematisk å opprettholde et effektivt marked i Norge. Effektivitet, tillitvekkende drift, høy likviditet (stort investortilfang), lave noteringsavgifter og lave kapitalutvidelsesavgifter vil være viktige kriterier ved valg av markedsplass. Fravær av et effektivt marked for utstedere som ikke oppnår notering på en stor internasjonal børs, kan føre til at deler av norsk næringsliv ikke kan finansiere seg like gunstig som med et velfungerende nasjonalt verdipapirmarked. Det antas imidlertid at lokale børser kan være effektive gjennom samarbeid med andre børser.

### 3.4 Vurdering av utviklingen i Norge

Velfungerende finans- og verdipapirmarkeder er en viktig del av samfunnsøkonomien. De bidrar i likhet med bankene til å omfordele sparing og risiko samt til å kanalisere kapital til de presumptivt mest lønnsomme investeringsprosjektene. En effektiv organisering av verdipapirmarkedene er også viktig for å sikre et velfungerende finansielt system. Hensynet til finansiell stabilitet tilsier at det er behov for både velfungerende banker og verdipapirmarkeder, og for mange land, inkludert Norge, vil det finansielle systemet være mer robust med større og mer velutviklede verdipapirmarkeder enn i dag. Myndighetenes oppgave er å legge til rette for et velfungerende finansmarked gjennom lover og regler.

En omorganisering og effektivisering av den norske

verdipapirkjeden kan innbefatte både en sammenslåing av dagens institusjoner til én organisasjon og et tettere samarbeid mellom nåværende institusjoner. Utvidet internasjonalt samarbeid vil også være en naturlig del av strategien.

Mindre børser vil kunne være attraktive internasjonalt hvis de opererer i spesielle nisjer. Nisjemarkeder kan neppe opparbeides av markedsplassen alene, men vil være avhengig av tilstøtende faktorer, som for eksempel bransjedominans og analysekompetanse i meglerforetakene. Nisjer som kan være attraktive for den nasjonale markedsplassen, etableres trolig av landets samlede fagmiljø innenfor nisjen. Oslo Børs kan for eksempel hevdes å ha tiltrukket seg utstedere innen skipsfart. Det forventes at regionale børser for mindre foretak må samarbeide med en stor internasjonal børs for å opprettholde et effektivt marked.

Markedsplassens konkurransedyktighet er ikke avhengig av børsen alene, men også av pris, effektivitet og sikkerhet både for eierregistrering, avregning og oppgjør. Et velutviklet derivatmarked og effektive meglertjenester er også viktig. Samspillet mellom de ulike institusjonene i verdipapirkjeden er derfor sentralt for å sikre god effektivitet og lave totale kostnader.

VPS vil møte økt konkurranse på oppgjørssiden ved økt grenseoverskridende handel. Grenseoverskridende handel vil også gjøre det viktigere å være tilknyttet internasjonale systemer for avvikling av verdipapirhandel. På eierregistreringssiden er det foreløpig ingen konkurranse, men VPS-lovutvalget har foreslått at det skal åpnes for konkurranse også her.

## Referanser:

Chicago Mercantile Exchange (2000): *Annual Report 1999*

Economist (2001): «Nothing settled», 20.1.2001

EU (2000): *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets* (Lamfalussy-rapporten), Brussel 15. februar 2001

*Euromoney* (12/1999)

*Global Custody Review* (2/2000)

Malkamaki Markku (1999): «European securities market infrastructure: trends and prospects». *Bank of Finland Bulletin* 4/1999

New York Stock Exchange (2000): July Newsletter

Norges Bank (2000): *Finansiell stabilitet* nr. 1/2000

NOU (2000:9): *Konkurransflater i finansnæringen*. Finansdepartementet, Oslo.

NOU (2000:10): *Lov om registrering av finansielle instrumenter* (verdipapirregisterloven). Finansdepartementet, Oslo.

(Dessuten finner man informasjon på internettsidene til omtalte institusjoner og deres foreninger.)