



NORGES BANK

Finansdepartementet
Boks 8008 Dep.
0030 Oslo

Dato: 22.12.2022

Investerings tjenester til Norges Bank

Norges Bank gjennomfører verdipapirhandel globalt og i alle tidssoner. Vi er kjøper av mange ulike tjenester og har mange forretningsrelasjoner og motparter i ulike markeder. Tjenestene omfatter hele verdikjeden for handel i verdipapirer, herunder aksjehandel, obligasjons- og derivathandel, og oppgjør. I kraft av at Norges Bank er å regne som en norsk kunde, må utenlandske ytere av investerings tjenester forholde seg til det norske rammeverket.

I dette brevet vil vi beskrive nye utfordringer som har blitt avdekket i løpet av de siste ukene. Utfordringene knytter seg til norske regler om tjenesteleveranser fra foretak i land utenfor EØS. Det er oppstått en usikkerhet hos tjenesteleverandører, hvor manglende avklaring vil medføre at verdikjeden for handel med aksje- og rentepapirer blir negativt påvirket. Dette gjelder først og fremst forvaltningen av Statens pensjonsfond utland, som vil stå overfor økte transaksjonskostnader og reduserte investeringsmuligheter, men også bankens valutareserver og statsgjeldsforvaltningen kan bli påvirket.

Vi foreslår at utfordringene løses gjennom fastsettelse av en forskrift med hjemmel i verdipapirhandelloven § 9- 36 (6). Forslaget vil medføre at vi unngår betydelige ekstrakostnader og at vi kan beholde dagens innretning av forvaltningen av Statens pensjonsfond utland. Vi mener vårt forslag vil være helt i tråd med MIFIR, og vil tilsvare det som vil følge av et ekvivalensregime.

Bakgrunn

Foretak hjemmehørende i EØS-land kan yte grensekryssende tjenester til kunder innen EØS uten krav om etablering av egen filial i vertslandet¹. Foretak fra såkalte «tredjeland» nyter ikke godt av den samme retten. Her er hovedregelen at lokal tillatelse og lokal filialetablering er nødvendig for at tjenester kan ytes til kunder i vertslandet². Vi har de seneste ukene

¹ Vertslandet vil for bankens del være Norge ettersom Norges Bank er å regne som norsk kunde. Dette forandres ikke av at handel gjøres via våre utenlandskontorer fordi disse er en integrert del av banken og ikke selvstendige lokale rettssubjekter.

² jfr vphl § 9-36 (1)



avdekket at våre tjenesteleverandører er usikre på om de leverer tjenester til Norges Bank fra tredjeland i tråd med den norske verdipapirhandelloven på dette punkt.

Vi antar at bakgrunnen for denne usikkerheten er arbeidet med tilpasning til Storbritannias uttrede av EU (Brexit). Så lenge Storbritannia var et EU/EØS-land var de en del av det indre marked og våre tjenesteleverandører kunne yte grensekryssende tjenester til Norges Bank. Post-Brexit endrer dette seg. For å bidra til å unngå de uheldige konsekvensene av en «hard/brå Brexit» fastsatte norske myndigheter en midlertidig overgangsordning for Storbritannia gjennom kontraktskontinuitetsforskriften³. Forskriften skal etter planen oppheves 1. april 2023⁴.

I forbindelse med den planlagte opphevelsen av forskriften, har Norges Bank startet arbeidet med å reforhandle avtaler med motparter. Dette innebærer å flytte avtaler med tilhørende dokumentasjon fra London-baserte foretak (typisk en investeringsbank) til et annet datterselskap i samme konsern lokalisert i EU/EØS. Norges Bank har inngått et betydelig antall avtaler med motparter i Storbritannia, herunder med investeringsbanker, handelsplattformer, leverandører av oppgjørstjenester, forvaltere mv.

Dialogen med våre motparter har imidlertid avdekket større og nye utfordringer. Vi antar at våre motparter post-Brexit har satt i gang en bredere etterlevelsesgjennomgang av det norske rammeverket. I fravær av noen formell regulering eller rettledning fra Finanstilsynet, er konklusjonen at Storbritannia, post-Brexit, vil være i samme stilling som USA og ethvert annet tredjeland i forhold til EØS og den norske verdipapirhandelloven.

Plikten til å etterleve norsk lov tilligger tjenesteyterne. Usikkerheten hos våre motparter gjør at de nå motsetter seg å videreføre dagens forretningsmodell hvor Norges Bank forholder seg direkte med datterforetak lokalisert i land utenfor EØS. De ønsker i stedet at handel og interaksjon går via foretak innen EØS. Mest problematisk er at dette også omfatter USA hvor vi i forvaltningen av Statens pensjonsfond utland i over 20 år har handlet direkte med New York-baserte foretak fra vårt representasjonskontor i lokal tidssone. For eksempel sier en av våre sentrale motparter at alle våre amerikanske aksjehandler må rutes via Paris. Andre motparter har andre syn, og vi presenteres derfor for ulike modeller for tilpasning til norske reguleringer.

Norges Bank må selvsagt respektere det regulatoriske standpunktet våre motparter inntar, men det vil kunne medføre store utfordringer i forvaltningen av fondet. Mest alvorlig for Norges Bank er at dette standpunktet innebærer at tjenesteytingen fra USA og andre tredjeland ikke lenger vil kunne foregå som i dag. Direkte interaksjon med markedsaktørene i store finansielle sentra er essensiell for å kunne utføre forvaltningsoppdraget på en kostnadseffektiv måte. I dagens modell kan handel følges opp sømløst over hele verden

³ Forskrift av 20. desember 2018 nr. 2204 om investeringsvirksomhet og investeringstjenester fra foretak i tredjeland til profesjonelle kunder og kvalifiserte motparter i Norge (Kontraktskontinuitetsforskriften). Kontraktskontinuitetsforskriften gjorde det klart at foretak i Storbritannia som yter investeringstjenester for norske profesjonelle kunder og kvalifiserte motparter kunne fortsette med dette også etter Brexit.

⁴ Forskriften ble nylig midlertidig forlenget fra 1. januar 2023 til utløpet av mars 2023 primært for å gi tid til nødvendig tilpasning gjennom såkalt «re-papering».



gjennom hele døgnet. Denne fleksibiliteten utfordres dersom vi får en regionalisering av de finansielle tjenestene vi kan motta.

I stedet for fleksibiliteten vi har hatt, kan vi fremover bli tilordnet en regional motpart som har mindre kapitalbase og lavere transaksjonsvolum, og dermed mindre mulighet til å etablere motgående posisjoner og mindre evne til å bære den finansielle risikoen våre handler representerer for dem. Enkelte motparter har indikert at vi derfor må forvente vesentlig redusert likviditet i enkelte typer handler. Rente- og valutabytteavtaler er viktige eksempler.

I USA har vi gjort handler i aksjemarkedet for nesten 1 500 milliarder kroner så langt i år. Store handelsvolum innebærer at selv små endringer i effektiviteten i handelsprosessen gir store kostnader målt i kroner. Vi må forvente at kostnadsøkninger vedvarer over tid.

Bortfall av investeringsmuligheter er vår største bekymring. For eksempel har vi i dag direkte interaksjon med markedsaktører i USA, og er i stand til å initiere og respondere på muligheter og gjennomføre store handler forholdsvis raskt. Slike store enkeltstående transaksjoner omtales ofte som «block-trading». Våre muligheter til å delta i slike handler vil forringes dersom dagens modell ikke kan videreføres. Merkostnaden ved å ikke kunne handle volum via «block-trading» kan alene estimeres til rundt 2,5 milliarder kroner årlig.

Mulige løsninger

Formelt er utfordringen kravet i verdipapirhandelloven (vphl) § 9-36 (1) om tillatelse og filialetablering for tredjestatsforetak, og at det pr i dag ikke synes å foreligge anvendelige unntak fra dette, jfr nedenfor.

Som utgangspunkt er det ikke tvilsomt at Norges Bank må anses som en profesjonell kunde etter verdipapirhandellovens bestemmelser, jfr vphl § 10-6 pkt 3. og 4. I tillegg vil Norges Bank kunne bli behandlet som kvalifisert motpart etter vphl § 10-23.

Gjennom verdipapirhandelloven implementeres blant annet EUs rammeverk. I MiFIR/ MiFID II gjøres det et tydelig skille i reguleringen mellom ikke-profesjonelle kunder på den ene side og profesjonelle kunder og kvalifiserte motparter på den annen. Det er lagt opp til en lempeligere regulering av den sistnevnte gruppe som følge av at behovet for kunde-/investorbeskyttelse ikke foreligger. Dette er blant annet reflektert i bestemmelsene om adgangen til grensekryssende virksomhet fra tredjelandsforetak.

Det vises her til Ot.prp. 77 (2017-2018) hvor det heter på side 111:

Det følger av MiFIR artikkel 46 nr. 1 at et tredjestatsforetak kan yte investeringstjenester eller utøve investeringsvirksomhet med eller uten tilknyttede tjenester til kvalifiserte motparter og profesjonelle kunder etablert i hele unionen, uten å opprette en filial. Dette forutsetter at foretaket er registrert i registeret over tredjestat foretak som ESMA fører i samsvar med artikkel 47.

Det følger av artikkel 46 nr. 2 at ESMA bare skal registrere et tredjestatsforetak som har søkt om å yte investeringstjenester eller utøve investeringsvirksomhet i samsvar



med nr. 1 dersom Kommisjonen har vedtatt en beslutning om likeverdighet i samsvar med artikkel 47 nr. 1 (eng. equivalence decision).

Kommisjonsbeslutning om likeverdighet innlemmes i EØS-avtalen og gjennomføres i norsk rett i tråd med topillar-strukturen i EØS-avtalen.

Videre må foretaket ha tillatelse i hjemstaten til å yte de investeringstjenestene eller utøve den investeringsvirksomheten som det ønsker å yte i EØS, og være omfattet av effektive tilsyns- og håndhevingstiltak som sikrer full overholdelse av kravene som gjelder i den berørte tredjestat, og det må være inngått samarbeidsavtaler i henhold til artikkel 47 nr. 2.

Dette såkalte ekvivalensregimet er implementert i vphl § 9-36 (4) pkt. 1 som lyder:

Krav om tillatelse etter første ledd gjelder ikke dersom:

- 1. Finanstilsynet har truffet vedtak om likeverdighet i medhold av syvende ledd og foretaket har tillatelse etter artikkel 46 til 49 i verdipapirmarkedsforordningen*

Utfordringen er at Finanstilsynet pr i dag ikke har truffet noe slikt vedtak i relasjon til tredjelandsforetak, herunder inngått relevante samarbeidsavtaler. Vi har heller ingen informasjon som tilsier at Finanstilsynet vurderer slike vedtak i nær framtid.

Ekvivalensregimet som unntak fra konsesjons-/etableringskrav er derfor ikke noe vi kan basere oss på nå.

For det andre har vi sett på alternativet med bruk av unntaksregelen i vphl § 9-36 fjerde ledd nr.2. Bestemmelsen gir adgang for foretak i tredjeland til å tilby investeringstjenester uten tillatelse til profesjonelle kunder i EØS der «det ytes tjenester direkte fra forretningssted utenfor EØS utelukkende på kundens eget initiativ» (*reversed solicitation*).

Vi har innhentet en juridisk betenkning fra et internasjonalt advokatfirma om muligheten for å benytte *reversed solicitation* som grunnlag. Konklusjonen er at unntaket vanskelig kan benyttes på tvers av alle produkter og tjenester vi kjøper, og særlig hvor kommunikasjon og interaksjon løpende underveis skjer «begge veier» så som for aksjehandel. Denne konklusjonen samsvarer med det flere av våre motparter har gitt uttrykk for. Selv om *reversed solicitation* hadde vært en mulighet juridisk sett, vil vi påpeke at det er en operasjonelt komplisert løsning fordi dette må avtales og dokumenteres separat med hver motpart per tjeneste/produkt.

Når de to ovennevnte alternativene ikke ser ut til å være mulige, står vi igjen med et tredje alternativ, som er vårt forslag til løsning. Forslaget er at Finansdepartementet benytter forskriftshjemmelen i vphl § 9-36 (6) hvor det kan fastsettes at tredjelandsforetak kan yte investeringstjenester og drive investeringsvirksomhet uten tillatelse. Forslaget er at det gis unntak fra kravet om tillatelse hvor det ytes tjenester til Norges Bank som institusjon – i egenskap av profesjonell kunde.



Det er etter vårt syn en klar hjemmel for å fastsette en forskrift med et slikt innhold. For det første har Norge hatt et «tredjelandregime» på plass siden 1. juli 1996. Den tidligere bestemmelsen i vphl § 3-9 første ledd lød: «Verdipapirforetak med hovedsete utenfor EØS kan gis tillatelse av Kongen til å yte investeringstjenester i Norge gjennom filial. Slike foretak kan i særlige tilfeller også gis tillatelse til å yte tjenester i Norge direkte fra forretningssted utenfor EØS.»

For øvrig er den nåværende § 9-36 (6) en direkte implementering av MIFIR artikkel 46 nr. 4 femte avsnitt som lyder:

Member States may allow third-country firms to provide investment services or perform investment activities together with ancillary services to eligible counterparties and professional clients within the meaning of Section I of Annex II to Directive 2014/65/EU in their territories in accordance with national regimes in the absence of the Commission decision in accordance with Article 47(1) or where such decision is no longer in effect.

Artikkel 47 gir et handlingsrom for den enkelte EØS stat nettopp i en periode hvor EUs ekvivalensregime ennå ikke er på plass.

Dette er også framhevet i Ot.prp. 77 (2017-2018) hvor det heter på side 111:

EØS-statene kan velge å tillate tredjestatsforetak å yte investeringstjenester eller utøve investeringsvirksomhet overfor slike kunder dersom Kommisjonen ikke har truffet en beslutning om likeverdighet eller dersom en slik beslutning ikke lenger gjelder, jf. artikkel 46 nr. 4 femte avsnitt.

Vårt forslag vil derfor ikke bare være i tråd med MIFIR, men også gi en løsning som uansett vil være lik den Norges Bank – som profesjonell kunde/ kvalifisert motpart – vil nyte godt av når et ekvivalensregime er kommet på plass, jfr ovenfor.

Forslaget vil gi en enkel og permanent løsning i relasjon til foretak inkorporert i alle tredjeland – inklusive Storbritannia etter Brexit. Det siste innebærer at vi også kan stanse det omfattende pågående arbeidet med reforhandling, og inngåelse av nye avtaler med foretak etablert i et EU-land.

Sentralbanker er i tråd med EUs reguleringer gitt unntak eller gitt en særstilling i ulike relasjoner, bl.a unntak fra konsesjonskrav. Det gjelder også i Norge, jfr vphl 9-3 (1). Vi mener samtidig at Norges Bank står i en unik stilling som norsk profesjonell kunde.

For ordens skyld, er det for Norges Bank av flere grunner ikke aktuelt å vurdere å sette opp operative datterselskaper av banken for eksempel i USA for derved å gjøre oss til en amerikansk profesjonell kunde. For våre noterte investeringer vil det ikke bare ha regulatoriske og betydelige potensielle skattemessige konsekvenser lokalt, men ville også ha nødvendiggjort endringer i forvaltningsmandatets krav om at vi handler i bankens navn.



Dersom Finansdepartementet anser at Norges Bank likevel blir gitt en urimelig særstilling i forhold til andre norske profesjonelle kunder etter dette forslaget, vil vi peke på at man også vil ha mulighet til å gi unntak for tjenesteyting overfor andre norske profesjonelle kunder.

Kontraktskontinuitetsforskriften

Det følger av det som er sagt ovenfor at en forlengelse av kontraktskontinuitetsforskriften ikke løser vår nye potensielt største utfordring som gjelder aksjehandelen i tredjeland, og særlig i USA. Kontraktskontinuitetsforskriften gjelder som kjent kun foretak som 31. desember 2020 hadde tillatelse basert på hjemlandskonsesjon og rett til tjenesteyting etter EØS-avtalen.

Situasjonen er endret siden Finanstilsynet tidligere i år ba om tilbakemeldinger fra norske aktører, herunder Norges Bank, om behov for forlengelse av kontraktskontinuitetsforskriften. Banken oversendte sine vurderinger i e-post 22. september i år, herunder en vurdering av spørsmålet når det gjelder forvaltningen av Statens pensjonsfond utland. Vi beskrev arbeidet med reforhandling, og inngåelse av nye avtaler med EU-motparter, og konkluderte at arbeidet lar seg gjennomføre, men krever tid. Dette arbeidet har vist seg å være mer omfattende enn tidligere antatt, og for enkelte motparter vil det kunne ta flere måneder å få nødvendig dokumentasjon på plass.

Det er behov for en snarlig, enhetlig og robust løsning for å unngå at forvaltningen av Statens pensjonsfond utland påføres unødvendige økte transaksjonskostnader og reduserte investeringsmuligheter. Situasjonen skaper også en viss usikkerhet for forvaltningen av bankens valutareserver, ved at noen motparter i enkelte typer handler blir utelukket, og fordi valutareserveforvaltningen i sentralbanken har noen felles avtaler med forvaltningen av Statens pensjonsfond utland⁵. Statsgjeldsforvaltningen som banken utfører på vegne av den norske stat kan også påføres ulemper⁶.

⁵ Valutareservene består av en renteportefølje og en aksjeportefølje. Begge porteføljene er hovedsakelig investert utenfor EØS-området med hovedvekt i amerikanske dollar. Renteporteføljen forvaltes av Sentralbankvirksomheten og skal være tilgjengelig for beredskapsformål til enhver tid. God motpartsdekning er derfor viktig. For renteporteføljen vil de forholdene som omtales i dette notatet, i første omgang berøre derivathandel med enkelte motparter. Videre vil en del motpartsforhold bygge på avtaler inngått av NBIM. Avklarte forhold rundt regulering av motparter i tredjeland vurderes som viktig med tanke på fremtidig instrumentbruk og tilgang på informasjon i tillegg til fortsatt mulighet til å handle i alle tidssoner. Aksjeporteføljen forvaltes av NBIM, og blir dermed berørt av dårligere motpartsdekning på lik linje med SPU.

⁶ Norges Bank kan i henhold til Mandatet for forvaltning av statsgjeld benytte rentebytteavtaler for å styre rentebindingstiden til låneporteføljen. Rentebytteavtalene inngås av Norges Bank men med staten som part i avtalen («Kingdom of Norway»). Rentebytteavtaler i statsgjeldsforvaltningen har blitt inngått utelukkende på motpartenes initiativ ved at de gir et tilbud om et volum, en løpetid og en pris for avtalen. Som følge av vurderinger av lønnsomheten ved rentebytteavtaler har det ikke blitt inngått nye slike avtaler siden høsten 2014. Det utelukker imidlertid ikke at rentebytteavtaler vil benyttes fremover. Per nå er det én utestående avtale med en motpart i UK, som forfaller sommeren 2023.

Norges Bank har startet arbeidet med å oppdatere det juridiske rammeverket for rentebytteavtalene (ISDA- og CSA-avtaler), blant annet for at fremtidige rentebytteavtaler vil inngås med toveis marginering som er internasjonal standard. Per i dag er det reforhandlet nye avtaler med tre motparter i Norden. Det er ønske om å reforhandle ISDA/CSA-avtaler med flere motparter tilhørende i USA og/eller UK, blant annet fordi vi vet at det er en del transaksjoner i norske statspapirer i disse markedene. Mellom 2005 og 2014 ble det inngått 466 rentebytteavtaler i statsgjeldsforvaltningen. Hovedvekten av avtalene ble inngått med nordiske banker. Til sammen 59 avtaler ble inngått med motpartene i USA og UK som vi ønsker å forhandle nye avtaler med fremover.



Banken er helt avhengig av en enhetlig og forutsigbar modell som gjør at verdipapirhandel kan utføres globalt på den mest fleksible og kostnadseffektive måte i alle tidssoner. Vårt forslag vil fjerne enhver usikkerhet, og gi trygghet for våre motparter som er de som bærer den regulatoriske risikoen etter til det norske rammeverket.

Dersom Finansdepartementet ikke følger vårt forslag, vil vi subsidiært be om en forlengelse av kontraktskontinuitetsforskriften. Det bør i så fall skje uten at det settes en ny dato for utløp, men for eksempel som en forlengelse inntil et ekvivalensregime for Storbritannia er på plass⁷. Dette vil sikre kontinuitet, men bare i relasjon til tjenesteytere etablert i Storbritannia.

Som beskrevet over, mener vi et unntak som benytter forskriftshjemmelen i vphl § 9-36 (6) ville løse utfordringene i alle markedene vi opererer, og gjøre en forlengelse av kontraktskontinuitetsforskriften unødvendig.

Med hilsen

Ida Wolden Bache

Trond Grande

⁷ Vi observerer at ulike EU-land har ulike måter å håndtere denne situasjonen på. Noen land har tidsavgrensning som dagens forskrift i Norge, mens andre land, herunder Belgia, Irland og Luxembourg har en ordning helt uten tidsavgrensning. Andre land igjen, slik som Danmark, har valgt en overgangsordning frem til ekvivalensregime for UK er på plass.