

NOU

Norges offentlige utredninger **2005: 13**

Om forvalterregistrering av aksjer i norske selskaper

Utredning fra Forvalterregistreringsutvalget oppnevnt ved kongelig resolusjon 2. april 2004. Avgitt til Finansdepartementet 16. juni 2005.

Statens forvaltningstjeneste
Informasjonsforvaltning

Oslo 2005

ISSN 0333-2306
ISBN 82-583-0845-9

Lobo Media AS

Til Finansdepartementet

Finansdepartementet nedsatte 2. april 2004 et utvalg for å utrede forvalterregistrering av aksjer for innenlandske aksjeeiere. Forvalterregistreringsutvalget legger med dette frem sin utredning med forslag til regulering av forvalterregistrering.

Oslo 16. juni 2005

Finn Arnesen
leder

Hege Dahl Ingebjørg Harto Lena E. Sparr Johnsen

Eystein Kleven Tom Kolvig Ivar Larsen

Per Broch Mathisen Hege Kristin Rudi Aud Slettemoen

Michal Wiik Johansen

Gro Opsanger Rebbestad

Innhold

1	Utvalgets oppdrag og arbeid	7		
1.1	Oppnevning, sammensetning og mandat	7		
1.2	Utvalgets arbeid	7		
2	Sammendrag	9		
3	Om registrering av aksjer	11		
3.1	Innledning	11	5.2.3	Haag-konvensjonen for lovvalgsregler i saker om rettigheter til verdipapirer som besittes av forvaltere/mellommenn
3.2	VPS-systemet	12	5.2.4	Unidroit – Preliminary draft convention on harmonized substantive rules regarding securities held with an intermediary
3.2.1	Innledning	12	5.2.5	The Legal Certainty project
3.2.2	Nærmere om forvalterregistrering av aksjer i VPS	12	5.2.6	Fostering an appropriate regime for shareholders rights – Consultation document of the services of the Internal Market Directorate General
3.2.3	Forskjellen mellom en kontofører og en forvalter	13	5.2.7	OECDs arbeid for økt åpenhet omkring eierskap i selskaper m.v. ...
3.3	Bruk av opplysninger fra VPS-registeret	13	5.2.8	Tiltak mot hvitvasking og terrorfinansiering
3.4	Forvalterregistrering i tall	14	6	EØS-rettslige skranker
3.4.1	Verdien av VPS-registrerte selskaper	14	6.1	Sekundærlovgivning
3.4.2	Andelen av utenlandske eiere per selskapstype	14	6.2	EØS-avtalens hoveddel
3.4.3	Andelen av forvalterregistrerte aksjer	14	7	Tidligere vurderinger knyttet til forvalterregistrering
3.4.4	Antall selskaper med utenlandske eiere per selskapstype	14	8	Bakgrunnen for særlig behandling av utenlandske aksjonærer ..
3.4.5	Antall selskaper med aksjer registrert gjennom forvalterkonto	14	9	Utvalgets vurderinger
3.4.6	Antall forvaltere og forvalterkontoer i VPS	14	9.1	Oversikt over hovedargumenter knyttet til forvalterregistrering av innenlandske investorers aksjer i norske selskaper
3.4.7	Oppgjørstransaksjoner i VPS	14	9.2	Virkninger i markedet av åpenheten om eierforholdene og «anonymitets-effekten» av forvalterregistrering
4	Gjeldende rett	15	9.3	Mulighet for en samling av aksjeholdningen
4.1	Innledning	15	9.4	Tjenestespekteret
4.2	Forvalterregistrering av aksjer i norske selskaper	15	9.5	Forvalterregistrering som virkemiddel for å øke konkurransen om verdipapirregistreringstjenester
4.3	Kort om reglene om flaggeplikt	19	9.6	Hensynet til en effektiv myndighetskontroll
5	Utenlandsk rett og internasjonale utviklingstendenser	21	9.6.1	Kredittilsynet
5.1	Generelt	21	9.6.2	Oslo Børs
5.1.1	Svensk rett	21	9.6.3	Påtalemyndigheten
5.1.2	Finsk rett	22	9.6.4	Skattemyndighetene
5.1.3	Dansk rett	22	9.6.5	Namsmyndighetene
5.1.4	Engelsk rett	22	9.7	Hensynet til eierstyring, selskapsledelse og aksjonærdemokrati
5.1.5	Amerikansk rett	23		
5.2	Internasjonale rammebetingelser og lovgivningsinitiativ	24		
5.2.1	Generelt	24		
5.2.2	Værdipapirregistrering i de nordiske lande – Rapport fra en arbeidsgruppe nedsatt under Nordisk Ministerråd	24		

9.8	Hensynet til informasjonsflyt i markedet	47	11.6.2	Utvalgets vurderinger og forslag	62
9.9	Hensynet til offentligheten	47	12	Rettsvern	64
9.10	Likebehandling av innenlandske og utenlandske investorer	49	12.1	Innledning	64
9.11	Sammenfatning og konklusjoner	50	12.2	Gjeldende rett	64
10	Tilpasninger i regelverket når forvalterregistreringsadgangen ikke utvides til å omfatte innenlandske aksjeeiere	52	12.2.1	Finansielle instrumenter innført i et norsk verdipapirregister	64
10.1	Presisering av begrepet utenlandsk aksjeeier	52	12.2.2	Nærmere om aksjer registrert på en forvalterkonto	65
10.2	Vurdering av å endre forvalterregistreringsadgangen i samsvar samtykkepraksis	53	12.2.3	Registreringer i det underliggende system hos forvalteren	65
10.3	Om forvalterregistrering i aksjeselskap hvis aksjer er registrert i et verdipapirregister, og reservasjonsadgang	54	12.2.4	Finansielle instrumenter registrert hos norsk forvalter som ikke er innført i et norsk verdipapirregister	65
10.4	Forsinket innsyn i aksjeeierboken/ aksjeeierregisteret	55	12.3	Utvalgets vurderinger	66
10.5	Vurdering av innføring av periodisk rapporteringsplikt for forvalter	56	12.3.1	Generelt	66
10.6	Forskriftshjemmel om tvangssalg	56	12.3.2	Finansielle instrument registrert i et norsk verdipapirregister	66
11	Utvalgets sekundære lovforslag – Lovregulering av innenlandske investorers adgang til å forvalterregistrere aksjer i norske selskaper	57	12.3.3	Finansielle instrumenter som er innført i et utenlandsk verdipapirregister og forvalterregistrert gjennom en norsk forvalter	68
11.1	Innledning	57	12.3.4	Avgrensing av bestemmelsens virkeområde	68
11.2	Adgangen til å la seg forvalterregistrere	58	12.4	Særlig om pant	69
11.2.1	Gjeldende rett	58	13	Forslagets økonomiske og administrative konsekvenser	70
11.2.2	Utvalgets vurderinger og forslag	58	13.1	Konsekvenser av utvalgets prinsipale forslag	70
11.3	Adgangen til å være forvalter	58	13.2	Økonomiske og administrative konsekvenser av utvalgets sekundære lovforslag	70
11.3.1	Gjeldende rett	58	14	Merknader til de enkelte bestemmelser	72
11.3.2	Utvalgets vurderinger og forslag	58	14.1	Merknader knyttet til utvalgets prinsipale forslag	72
11.4	Innretning av forvaltervirksomheten	59	14.2	Merknader knyttet til utvalgets sekundære forslag	73
11.4.1	Innledning	59	15	Forslag til endringer	75
11.4.2	Registrering av opplysninger om aksjeeieren	59	15.1	Utvalgets prinsipale forslag til endringer	75
11.4.3	Innsynsrett og opplysningsplikt	60	15.2	Utvalgets sekundære forslag til endringer	75
11.4.4	Oppbevaring av opplysninger	61	Vedlegg		
11.4.5	Separasjonskrav og krav til notifikasjon	62	1	Convention on the law applicable to certain rights in respect of securities held with an Intermediary.....	77
11.5	Krav om undersøkelsesplikt for kontofører	62			
11.6	Sanksjoner	62			
11.6.1	Gjeldende rett	62			

Kapittel 1

Utvalgets oppdrag og arbeid

1.1 Oppnevning, sammensetning og mandat

Spørsmålet om adgang til forvalterregistrering i aksjer for innenlandske investorer har vært reist en rekke ganger. Verdipapirsentrallovutvalget anså spørsmålet for å falle utenfor sitt mandat, jf. NOU 2000: 10. Finansdepartementet uttalte i Ot.prp. nr. 39 (2001-2002) side 78 at forvalterregistrering av aksjer for innenlandske aksjeeiere bør utredes nærmere. Finanskomiteens flertall sluttet seg til dette, jf. Innst. O. nr. 47 (2001-2002) kapittel 8.1.2. På denne bakgrunn ble *Forvalterregistreringsutvalget* oppnevnt ved kgl. res. 2. april 2004. *Utvalget* ble gitt følgende mandat:

«Utvalget skal vurdere om det bør åpnes for forvalterregistrering av aksjer for norske investorer. Det bør gjøres rede for fordeler og ulemper knyttet til forvalterregistrering i forhold til direkte registrering. Det skal i den anledning særlig vurderes i hvilken grad eventuell forvalterregistrering for norske investorer vil påvirke adgangen til å føre et effektivt tilsyn med verdipapirmarkedet, effektiv kontroll av hvitvaskings- og terrorfinansieringsregelverket og hvordan hensynet til en effektiv skattekontroll kan ivaretas. Hensynet til åpenhet om eierforholdene i næringslivet er også et viktig hensyn som skal drøftes.

Uavhengig av om utvalget kommer til at det bør åpnes for forvalterregistrering av aksjer for norske investorer eller ikke, skal utvalget utarbeide forslag til nærmere regler om forvalterregistrering. Det må i den anledning vurderes regler for hvordan rettsvern kan oppnås for forvalterregistrerte instrumenter, regulering av forvalter (bl.a. hvem som bør ha adgang til å opptre som forvalter), forvalters opplysningsplikt, innsynsrett i opplysninger hos forvalter og sanksjoner overfor forvalter og investor ved manglende overholdelse av regelverket.

Utvalget skal utrede økonomiske og administrative konsekvenser av de forslag som fremmes. Konsekvenser skal utredes både for det offentlige og for private aktører som berøres av forslagene.

Utvalget skal avgi sin utredning innen 2. mai 2005.

Finansdepartementet kan gjøre endringer, utdypinger og tillegg til mandatet.»

Utvalget har i brev fra Finansdepartementet av 18. april 2005 fått forlenget fristen for avgivelse av utredningen til 24. juni 2005.

Utvalget har hatt følgende sammensetning (de forslagsstillende organisasjoner er nevnt i parentes):

Professor dr. juris Finn Arnesen (leder)

Rådgiver Hege Dahl (Finansdepartementet)

Avdelingsdirektør Ingebjørg Harto (Næringslivets Hovedorganisasjon)

Siviløkonom Lena E. Sparr Johnsen (Aksjonærforeningen)

Seksjonssjef Eystein Kleven (Kredittilsynet)

Direktør Tom Kolvig (Verdipapirsentralen ASA/Oslo Børs ASA)

Seniorrådgiver Ivar Larsen (Skattedirektoratet)

Administrerende direktør Per Broch Mathisen (Norges Fondsmeglerforbund/Verdipapirfondenes Forening)

Advokat Hege Kristin Rudi (Finansnæringens Hovedorganisasjon/Sparebankforeningen)

Lovrådgiver Aud Slettemoen (Justisdepartementet)

Juridisk direktør Michal Wiik Johansen (Verdipapirsentralen ASA) og rådgiver Gro Opsanger Rebbestad (Kredittilsynet) har vært *utvalgets* sekretærer.

1.2 Utvalgets arbeid

Forvalterregistreringsutvalget har avholdt 17 møter i perioden fra 7. juni 2004 til 13. juni 2005. I løpet av høsten 2004 har *utvalget* kartlagt behovet for forvalterregistrering for innenlandske aksjeeiere gjennom redegjørelser fra ulike aktører i det norske aksjemarkedet. Redegjørelser har vært gitt av representanter for henholdsvis private og institusjonelle investorer, utstedere og kontofører. Videre har pressen ved Norsk Redaktørforening og Norsk Presseforbund redegjort for sine synspunkter for utvalget. Representanter fra DnB

NOR har redegjort for praktiske utfordringer knyttet til rettsvern for forvalterregistrerte finansielle instrumenter. *Lovutvalgets* leder og sekretariatet har gjennomført en 3-dagers befaring i

Stockholm og London, der ulike regulerings-spørsmål og erfaringer ble drøftet med representanter fra tilsynsmyndigheter, verdipapirsentraler og forvalterbanker.

Kapittel 2

Sammendrag

Forvalterregistreringsutvalget er gitt i oppdrag å vurdere hvorvidt det bør åpnes adgang for innenlandske aksjonærer til å la sine aksjeposter i norske selskaper forvalterregistrere. Utenlandske aksjonærer har i dag slik adgang, og norsk rett er heller ikke til hinder for at innenlandske aksjonærer kan la seg forvalterregistrere i utenlandske selskaper. Med forvalterregistrering av aksjeeiere menes at en annen enn aksjeeieren opptrer i registeret over selskapets eiere, samtidig som det fremgår av registeret at den aksjene er registrert på, ikke er eier av aksjene.

Spørsmålet om det bør åpnes adgang for innenlandske investorer til å la sine aksjeposter i norske selskap forvalterregistrere, har vært berørt i en rekke sammenhenger de siste 20 årene, men spørsmålet har hittil ikke blitt gjort til gjenstand for særskilt behandling.

Utvalget går ikke inn for at det bør åpnes adgang for innenlandske investorer til å la sine aksjeposter i norske selskap forvalterregistrere. *Utvalget* anbefaler heller ikke at utlendingers adgang til dette snevres inn. *Utvalgets* forslag går derfor ut på at hovedpunktene i dagens regelverk opprettholdes. *Utvalget* foreslår i sitt prinsipale lovforslag, som altså i hovedsak viderefører dagens system, bare enkelte mindre justeringer i lovverket.

Hensynet til likebehandling av innenlandske og utenlandske investorer anføres gjerne som et argument i favør av å gi også innenlandske investorer adgang til å la sine aksjer i norske selskap forvalterregistrere. *Utvalget* har imidlertid funnet at likebehandlingshensynet ikke kan betraktes isolert. De argumenter hensynet gir grunnlag for må presiseres og diskuteres i samband med de øvrige argumenter som gjør seg gjeldende.

Om det åpnes for forvalterregistrering også for innenlandske aksjonærer, vil det svekke aksjeeierregisterets verdi som kilde for allmennhetens kunnskap om hvem som er de reelle eierne av selskapet og om de transaksjoner som gjøres i aksjen, og for kontrollmyndighetenes arbeid. De ulike argumentene for og i mot forvalterregistrering som er kommet frem i utvalgets undersøkelser, knytter seg i betydelig grad nettopp til denne «ano-

nymiseringseffekten» av forvalterregistrering. Utvalget legger til grunn at åpenhet om eierforhold, eierstrukturer og maktforhold i næringslivet er et viktig hensyn i det norske samfunnet, og at begrensninger i allmennhetens tilgang til informasjon om eierforhold i norske selskaper og endringer i disse, derfor krever en særlig begrunnelse. Utvalget har ikke funnet at det foreligger tilstrekkelig tungtveiende hensyn i favør av en lovendring som i større grad åpner for forvalterregistrering. Utvalget har også lagt vesentlig vekt på at forvalterregistrering vanskeliggjør kontrollmyndighetenes innsyn i eierforholdene. En økt adgang til forvalterregistrering vil trolig redusere mulighetene til å avdekke ulovlige forhold som innsiddehandel mv., og dermed kunne svekke tilliten til det norske verdipapirmarkedet. Endelig er hensynet til en effektiv skattekontroll tillagt vesentlig vekt.

Utvalget har påpekt at selskapenes mulighet til å være i dialog med sine eiere svekkes dersom selskapets eiere er forvalterregistrert. Samtidig vanskeliggjøres mulighetene for å utøve aktivt eierskap dersom utvidet adgang til forvalterregistrering har som konsekvens at forvalterregistrering benyttes i økt grad. Dette fordi aksjeeierregisteret ikke vil ha den opplysningsverdi det har i dag hvor innenlandske aksjeeiere står registrert i eget navn. Dette er hensyn som har inngått som en del av *utvalgets* totalvurdering.

Disse betenkelighetene knytter seg også til utlendingers adgang til å la seg forvalterregistrere, men *utvalget* har ikke funnet at det bør gjøres innskrenkninger i denne. *Utvalget* antar for øvrig at utenlandske investorers adgang til å la seg forvalterregistrere gjør investeringer i norske aksjer mer attraktive enn de hadde vært dersom slik adgang ikke forelå. *Utvalget* har i denne forbindelse vist til at utlendinger er vel kjent med forvalterregistrering fra andre markeder, samt at norsk rett ikke begrenser innenlandske investorers adgang til å forvalterregistrere aksjer i utenlandske selskaper.

Utvalget har fremhevet at også andre forhold enn muligheten til anonymitet kan gjøre forvalterregistrering attraktivt, og nevner muligheten til å samle forvaltningen av aksjene hos én forvalter og

på den måten kunne samle porteføljen under én jurisdiksjon.

Utvalget har funnet at gjeldende lovbestemmelse og forarbeider gir for få holdepunkter når det gjelder avgrensningen av «utenlandsk aksjeeier». *Utvalget* har derfor foreslått en presisering av begrepet i allmennaksjeloven § 4-10. I forslaget presiseres at et utenlandskregistrert selskap hvis hovedkontor er i Norge, ikke vil være å anse som «utenlandsk aksjeeier». For så vidt gjelder fysiske personer, vil bare utenlandske statsborgere bosatt i utlandet anses som «utenlandsk aksjeeier».

Det hersker en viss uklarhet med hensyn til om det overhodet er adgang til å være registrert ved forvalter i et aksjeselskaps aksjeeierbok. I praksis er det imidlertid brukt forvalterregistrering i flere aksjeselskaper med aksjene registrert i Verdipapirsentralen ASA (VPS). *Utvalget* har foreslått en presisering slik at det fremgår klart at dagens regler om forvalterregistrering også gjelder for aksjeselskapene, samtidig som det presiseres at et selskap kan reservere seg mot denne muligheten gjennom bestemmelse i selskapsvedtektene.

Dagens rettstilstand medfører at utlendinger, i motsetning til innenlandske investorer, kan gjennomføre oppkjøps- og nedsalgsstrategier uten at det kommer til uttrykk i aksjeeierregisteret, og dermed uten at allmennheten kan benytte dette til kunnskap om endringer i eierforhold og eierstrukturer i næringslivet. *Utvalget* har vurdert om det kan tenkes en mer begrenset løsning på denne ulikheten enn å åpne for forvalterregistrering for innenlandske aksjonærer, for eksempel ved at det gis regler om forsinket innsyn for allmennheten i aksjeeierregisteret. Forsinket innsyn for allmennheten har ikke de samme negative virkninger for kontrollmyndighetenes muligheter til å utføre sine oppgaver. *Utvalget* har likevel funnet at man ikke vil anbefale en slik løsning. Bakgrunnen for dette er at forsinket innsyn reiser problemstillinger som blant annet knytter seg til avgrensningen av den

personkretsen som likevel skal ha samtidig innsyn, nedslagsfeltet til, og håndhevelsen av verdipapirhandelens regler om markedsatferd mv. Likeså er det problemstillinger knyttet til mediernes rolle og mediernes behov for informasjon.

Utvalget er av den oppfatning at dagens forvalterregistreringsadgang for utlendinger reduserer verdien av innsyn i aksjeeierregisteret. Aksjeeierregisterets informasjonsverdi kan bedres ved at forvalterforetak med jevne mellomrom leverer oppdaterte opplysninger om hvem som er eiere av de aksjeposter som forvaltes. *Utvalget* har foreslått at det gis hjemmel for nærmere regler om dette.

I mandatet er *utvalget* bedt spesielt om å foreslå regler om rettsvern for disposisjoner over forvalterregistrerte finansielle instrumenter. *Utvalgets* forslag bygger på gjeldende rett med hensyn til hvordan rettsvern oppnås for rettsstiftelser i ikke-registrerte formuesgoder i tredjemanns besittelse. *Utvalget* har foreslått at rettsvern for rettsstiftelser i forvalterregistrerte aksjer oppnås ved melding til forvalter om rettighetsstiftelsen.

I tråd med mandatet har *utvalget* utarbeidet et sekundært lovforslag til regler som åpner for forvalterregistrering også for innenlandske investorer. Her foreslår *utvalget* en regel om at også innenlandske aksjeeiere kan la sine aksjer i norske selskaper forvalterregistrere. Slik bestemmelse innføres ved at begrensningen til utenlandske aksjeeiere i allmennaksjeloven § 4-10 oppheves.

Utvalgets anbefalinger er i hovedsak enstemmige. Et mindretall foreslår imidlertid at aksjer i aksjeselskap ikke skal kunne forvalterregistreres, samt at forvalterregistrering – dersom det åpnes adgang for det – ikke skal tillates i mer enn ett lag, med mindre også de underliggende forvalterne er godkjent av norske myndigheter. *Utvalgets* forslag om å opprettholde dagens ordning med at innenlandske aksjeeiere ikke har anledning til å la sine aksjeposter i norske selskaper forvalterregistrere, er enstemmig.

Kapittel 3

Om registrering av aksjer

3.1 Innledning

En grunnleggende forutsetning for et velfungerende aksjemarked er at det eksisterer effektive systemer for å gjøre opp handel i aksjene og for å holde oversikt over eierskap og andre rettigheter til aksjene. Tidligere ble eierskapet til aksjer dokumentert dels gjennom selskapenes aksjeeierregistre og dels gjennom aksjebrevet. Når aksjehandel skulle gjøres opp skjedde dette ved transporter av aksjebrev og melding til selskapet gjennom meglerapparatet. Etter hvert som omsetningen i det norske aksjemarkedet økte på begynnelsen av 1980-tallet, skapte ordningen med fysiske aksjebrev problemer for omsetningsapparatet. Dette er beskrevet i Ot. prp. (1984-85) side 20 som lå til grunn for etableringen av Verdipapirsentralen:

«Den kraftige vekst i emisjonsvolumet og aksjeomsetningen har skapt visse praktiske problemer i omsetningsapparatet. Enkelte av problemene er en følge av måten en vanlig aksjehandel foregår på. For hver transaksjon må det utstedes en sluttseddel til selger og en til kjøper. Hvis selger og kjøper ikke har samme megler skal det også utstedes en kontra-sluttseddel. Sluttsedlene må av hensyn til tidsfristene for oppgjør, sendes umiddelbart etter at handel er inngått. Gjenpart av alle sluttsedler må dessuten sendes Bankinspeksjonen. Ifølge oppgaver fra Meglerkontrollen i Bankinspeksjonen økte antall sluttsedler med 316 prosent fra 1978 til 1983. Den raske veksten har ført til kapasitetsproblemer hos meglerne og i kontrollapparatet.

Et annet praktisk problem er at aksjonærregisterne, som selskapene må føre ifølge aksjeloven, ikke er ajour. På grunn av kapasitetsproblemer i meglerapparatet og i aksjonærservicekontorene, som fører aksjeeierregisteret for mange selskaper, tar det tid før eierskiftet blir registrert. Man vil derfor i perioder ikke vite hvem som er eier av en del aksjer. Hvis det er store aksjeposter som omsettes, betyr den lange registreringstiden at man ikke alltid vet hvem som eier selskapet. Dette forhold skaper usikkerhet for selskapets ansatte, kunder og andre aksjonærer.»

Ved etableringen av Verdipapirsentralen ble det lagt til rette for et dokumentløst aksjesystem, hvor det fysiske aksjebrevet ble erstattet med registreringer av rettighetene i Verdipapirsentralen. Konverteringen fra aksjebrev til registreringer startet i mai 1986. Ved utgangen av 1986 var 100 aksjeselskap registrert i Verdipapirsentralen. Ved utgangen av 2004 var 1 176 aksje- og allmennaksjeselskap registrert i Verdipapirsentralen ASA (heretter forkortet til VPS).

De fleste utviklede verdipapirmarkeder fører i dag oversikt over eierskap til aksjer ved hjelp av elektroniske registreringer. Innretningen av denne registreringen varierer fra marked til marked. I noen markeder er aksjebrevene beholdt, men overlatt til depotsitarer som har tatt papirene ut av sirkulasjon og fører i stedet elektronisk oversikt over hvem som eier aksjebrevene (immobiliserte systemer). I andre markeder er aksjebrevene avskaffet slik at det utelukkende er registreringen som dokumenterer eierskapet (dematerialiserte systemer). Det er også variasjoner med hensyn til hvor sentralisert registreringen av eierne er. Norge har i likhet med de øvrige nordiske land et system der enhver kan få sitt eierskap registrert direkte i det sentrale verdipapirregisteret. I andre land er det mest vanlig at det kun er større deltakere, eksempelvis banker og verdipapirforetak, som kan ha konto i det sentrale verdipapirregisteret. På disse kontiene oppbevarer deltakerne verdipapirene til sine kunder. Deltakerne i det sentrale verdipapirregisteret holder så egne kontosystemer hvor de reelle eierne er registrert. Eierskapet kan dessuten være registrert gjennom flere ledd. Det vil si at det kan være mange forvaltere mellom verdipapirregisteret og den reelle eieren. Eksempelvis kan en aksjeeier ha en verdipapirkonto hos et verdipapirforetak, hvor aksjeeieren er registrert som eier av aksjen. Verdipapirforetaket har imidlertid ikke noen egen verdipapirkonto i det sentrale registeret, men har en verdipapirkonto hos en bank som igjen har verdipapirkonto i det sentrale verdipapirregisteret. Aksjen er registrert på bankens forvalterkonto i verdipapirregisteret. I bankens kontosystem er verdipapirforetaket registrert som forvalter av aksjen, mens det først i ver-

dipapirforetakets register fremgår hvem som er den reelle eieren.

3.2 VPS-systemet

3.2.1 Innledning

VPS er i dag det eneste verdipapirregisteret i Norge som har konsesjon etter verdipapirregisterloven § 3-1. I VPS-systemet kan aksjer registreres enten på den reelle eierens konto eller gjennom en godkjent forvalter.¹ VPS-systemet er et dematerialisert system. Dette innebærer at det ikke finnes noe fysisk uttrykk for eierskapet av aksjene. Rettighetene til en aksje kommer utelukkende til uttrykk gjennom registreringer på eierens konto i VPS. Når en aksje skifter eier, skjer dette ved at avhenders konto i VPS nedskrives med det antall aksjer som avhendes, samtidig som erververs konti i VPS oppskrives med tilsvarende antall.²

VPS-registeret er et sentralt register med en desentralisert registrering. Registeret opereres av VPS, som også utvikler og tilbyr ulike tjenester knyttet til registeret. Selve innregistreringen av transaksjoner og rettigheter skjer gjennom eksterne kontoførere. Kontoførerne er i all hovedsak banker og verdipapirforetak. Det er kontoførerne som har ansvaret for betjeningen av utstedere og investorer/forvaltere.³ Det er dermed kontoførerne som har kontakt med eierne av aksjene, som er ansvarlige for alle registreringer på sine kunders konti, og for annen oppfølging av investorene. Kontoførerne tilbyr som regel de investorene de er kontofører for også andre tjenester som er tilknyttet registreringen, som for eksempel utbyttehåndtering. VPS har ingen direkte kontakt med investorene utover å sende endringsmeldinger til investorene og rettighetshavere når det foretas registreringer på investors konti. Ut over dette skjer all kontakt mellom VPS og investorene gjennom eller på vegne av kontoførerne.

VPS-registeret er bygget opp som et kontosystem hvor alle eiere av registrerte aksjer må ha

minst én VPS-konto. På VPS-kontoen registreres de aksjene som vedkommende eier eller forvalter. Dersom andre har rettigheter i noen av de aksjene som er registrert på kontoen, for eksempel i form av pant, utlegg eller arrest, får rettighetshaveren rettsvern for sin rettighet ved at den registreres på VPS-kontoen. Slike rettigheter kan omfatte hele verdipapirkontoen eller enkelte av de finansielle instrumentene på kontoen. Dersom investor avhender finansielle instrumenter, får erververen rettsvern for sin rett til de finansielle instrumentene ved at de overføres fra avhender til erververs konto.

I tillegg til å være et system for registrering av rettigheter til finansielle instrumenter, produserer VPS-systemet aksjeeierregistre for selskaper registrert i VPS. Aksjeeierregisteret dannes ved at det daglig foretas et uttrekk av informasjon om eierskap fra samtlige verdipapirkonti som inneholder aksjer i selskapet. I aksjeeierregisteret fremkommer alle reelle eiere som har konto direkte i Verdipapirsentralen ASA. For eiere som er registrert gjennom en forvalter fremkommer kun opplysninger om forvalteren. Selskapet får tilgang til aksjeeierregisteret ved å få utskrifter fra sin kontofører, eller gjennom direktetilgang til VPS med daglig oppdatert aksjeeierregister.

3.2.2 Nærmere om forvalterregistrering av aksjer i VPS

Når finansielle instrumenter forvalterregistreres i VPS, skjer dette ved at en godkjent forvalter, jf. verdipapirregisterloven § 6-3, åpner en verdipapirkonto i Verdipapirsentralen ASA. Forvalteren må i likhet med en reell eier ha en kontofører for denne kontoen. Kontoen skiller seg fra en ordinær eierkonto ved at den merkes NOM (nominee). Ved denne registreringen gjøres omverdenen oppmerksom på at kontohaver ikke er eier av aksjene på kontoen. Verken VPS eller kontofører har kjennskap til hvem som er de reelle eierne av disse aksjene. Forvalteren mottar alle henvendelser fra utstederselskapet, så som innkalling til generalforsamling, tilbud om deltakelse i emisjoner og andre selskaphendelser. Det er likeledes forvalter som mottar aksjeutbytte. Også andre henvendelser som er rettet til aksjeeieren, for eksempel tilbud om oppkjøp og meldinger om tvangsinnløsning, blir sendt til forvalteren. Forvalteren kan imidlertid ikke utover særskilt fullmakt utøve eierbeføyelser for aksjene, jf. omtale i kapittel 4.2.

Forvalteren må selv ha systemer for å holde oversikt over hvem som er de reelle eierne av aksjene. Når en aksje avhendes kan forvalteren

¹ Se nærmere under kapittel 3.1.

² Av fremstillingstekniske årsaker benyttes ofte terminologien «å overføre aksjen» og lignende uttrykk i beskrivelsen av VPS-systemet, så også i denne fremstillingen. Dette må imidlertid ikke oppfattes slik at det eksisterer elektroniske aksjebrev eller lignende elektroniske dokumenter som kan overføres til et annet system, kopieres, forfalskes eller lignende.

³ I henhold til verdipapirregisterloven § 6-3 skal forvalter betraktes som eier av kontoen i de fleste henseender. I den følgende fremstillingen under dette punkt benyttes eier eller investor både om reell eier og forvalter dersom annet ikke er presisert eller fremgår av sammenhengen.

gjennomføre overførselen i sine egne systemer dersom både avhender og erverver har konto hos vedkommende forvalter. Eierovergangen vil i så fall ikke materialisere seg i selskapets aksjeeierregister. Dersom erverver ikke har konto hos vedkommende forvalter, må forvalteren gi instruksjon om at aksjene skal overføres fra forvalterkontoen i VPS til erververs verdipapirkonto. Forvalter må så nedskrive avhenders konto i sine egne systemer. Dersom erverver har en egen konto i VPS vil transaksjonen være gjennomført ved at aksjene overføres til denne kontoen. Er erverver registrert gjennom en forvalter, overføres aksjene til forvalterkontoen i VPS. Erververs forvalter må godskrive eieren aksjene i sine systemer. For en nærmere beskrivelse av de rettslige forholdene knyttet til overføringer på forvalterkontoer, vises til kapittel 12 nedenfor.

3.2.3 Forskjellen mellom en kontofører og en forvalter

Hovedforskjellen mellom en kontofører og en forvalter er at kontoføreren, i motsetning til forvalteren, ikke fører oversikt over de reelle eierne i sitt eget system. Kontoføreren fører oversikt over de reelle eierne direkte i det sentrale registeret. Kontoføreren har full tilgang på kontoen og alle registreringer på de kontoene han er kontofører for. I forhold til muligheten til å tilby tilknyttede tjenester er det ikke noen forskjell mellom en forvalter og en kontofører. En forvalter kan således i stedet for å opptre som forvalter i VPS velge å være kontofører og foreta registreringene direkte i VPS. Når de som i dag er forvaltere har valgt å ikke være kontoførere, er det flere årsaker til dette. Alle forvaltere i VPS-systemet er per i dag utenlandske institusjoner. Ved å velge en etablert kontofører slipper disse institusjonene å sette seg inn i VPS-systemet og de norske reglene for registrering av aksjer. Kontoføreren kan dessuten oversette meldinger fra selskapet og VPS, samt gi forvalter annen relevant informasjon fra det norske markedet. En annen forskjell er at ettersom forvalteren selv fører oversikten over de reelle eierne i sine systemer, kan forvalteren tilby sine kunder å ha aksjer fra ulike markeder på en og samme konto. Investorene slipper dermed å ha egen konto i flere verdipapirregistre. På denne måten kan investor forholde seg til ett system, som gjerne benytter et språk investor behersker og som ligger under et rettssystem som investor er kjent med. Se nærmere om dette under kapittel 9.3 nedenfor.

For aksjer og grunnfondsbevis er det dessuten den forskjell at ettersom de reelle eierne er regis-

trert i forvalterens interne system, fremkommer disse ikke i det offentlige aksjeeierregisteret. Forvalteren kan dermed tilby investoren å fremstå for eier utad. Dette er en tjeneste en kontofører ikke kan tilby.

3.3 Bruk av opplysninger fra VPS-registeret

Som det fremgår ovenfor, registreres store mengder transaksjonsopplysninger i VPS. Ved transaksjoner i VPS-registrerte aksjer hvor eieren er direkteregistrert, registreres alle opplysninger på investornivå. Det vil si at VPS-registeret inneholder opplysninger om hvilke investorer som står bak hvilke transaksjoner. Opplysningene i VPS er underlagt taushetsplikt etter verdipapirregisterloven, men flere offentlige institusjoner har hjemmel til å kreve opplysninger fra VPS uhindret av denne taushetsplikten.

VPS oversender årlig Skattedirektoratet en oversikt over alle beholdninger og transaksjoner registrert i VPS. Skattemyndighetene får likeledes en oversikt over alle utbetalinger som er gjort gjennom VPS-systemet. Det forekommer dessuten at skattemyndighetene ber om å få uttrekk av opplysninger for undersøkelser i konkrete saker.

Kredittilsynet har siden 1988 hatt direkte tilgang til VPS-systemet. Gjennom denne tilgangen kan Kredittilsynet følge enhver transaksjon i VPS-systemet. Det er således mulig å hente ut data om transaksjoner på VPS-kontoer uten å måtte informere eller be om bistand fra kontoførere, forvaltere eller VPS. Kredittilsynet benytter dette systemet til overvåkning og kontroll i saker knyttet til innsidehandel og kursmanipulasjon, og i kontrollen med at institusjoner under tilsyn håndterer sine kunder på en tilbørlig måte. Det forekommer dessuten at Kredittilsynet ber om spesielle uttrekk fra VPS til bruk i bestemte saker. Se nærmere om dette i kapittel 9.6.1 nedenfor.

Oslo Børs har en tilsvarende direkte tilgang til VPS som benyttes til overvåkning og kontroll av innsidehandel og kursmanipulasjon. VPS har dessuten utviklet et eget system for overvåkning av innsidehandler. I dette systemet registreres automatisk alle handler foretatt av personer og foretak som er meldt til børsen som primærinnsidere i et eller flere børsnoterte selskaper. Se nærmere om dette i kapittel 9.6.2.

Det var per 1. januar 2005 femten institusjoner med namsmyndighet som hadde direkte tilknytning til VPS. Gjennom denne tilknytningen kan namsmyndigheten undersøke om saksøkte, skyld-

ner eller umyndiggjorte er i besittelse av aksjer registrert i VPS-registeret. Namsmyndigheter som ikke har direkte tilgang, foretar slike undersøkelser ved forespørsler til VPS. VPS opplyser hvorvidt vedkommende har registrert rettigheter til aksjer i VPS, og hvilken institusjon som er kontofører for den verdipapirkonto de finansielle instrumentene er registrert på. Eventuelle registreringer av utlegg eller lignende skjer gjennom kontoførerne. Ved forespørsel direkte til VPS, slipper namsmyndigheten å måtte henvende seg til samtlige kontoførere for å foreta undersøkelsen.

Leder av gjeldsnemnd og bobestyrer oppnevnt av retten har rett til å få opplysninger som er registrert om en konkursskyldner eller en skyldner under gjeldsforhandling. VPS mottar mellom 150-200 slike forespørsler per måned.

Statistisk sentralbyrå og Norges Bank mottar jevnlig opplysninger fra VPS til bruk i statistikk om norsk økonomi. VPS utleverer dessuten statistiske opplysninger til bruk i forskning og analyser til flere institusjoner og personer.

3.4 Forvalterregistrering i tall⁴

3.4.1 Verdien av VPS-registrerte selskaper

Verdien av VPS-registrerte aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper var NOK 1 003,5 milliarder. Av dette utgjorde børsnoterte selskaper 83,9 prosent, andre allmennaksjeselskaper 12,1 prosent og aksjeselskaper 4 prosent.

3.4.2 Andelen av utenlandske eiere per selskapstype

I de børsnoterte selskapene var andelen av utenlandsk eide aksjer målt etter verdi 30,5 prosent, mens det for andre allmennaksjeselskaper var 30,1 prosent. For aksjeselskaper registrert i VPS var den utenlandske eierandelen målt etter verdi 11,8 prosent.

3.4.3 Andelen av forvalterregistrerte aksjer

Av de utenlandske eide VPS-registrerte aksjene var 56,9 prosent av beholdningene målt etter verdi registrert gjennom forvalterkontoer, mens 43,1 prosent var direkteregistrert.

I de børsnoterte selskapene var 65,9 prosent av de utenlandsk eide aksjene målt etter verdi registrert gjennom forvalterkontoer, mens 34,1 prosent var direkteregistrert.

I andre allmennaksjeselskaper var 0,5 prosent av de utenlandsk eide aksjene forvalterregistrert, mens 99,5 prosent var direkteregistrert. For aksjeselskapene var de tilsvarende tall 6,7 prosent forvalterregistrerte og 93,3 prosent direkteregistrert.

3.4.4 Antall selskaper med utenlandske eiere per selskapstype

Det var totalt 615 selskaper som hadde en eller flere utenlandske eiere. Samtlige børsnoterte selskaper (150) hadde utenlandske eiere, mens 168 av de andre allmennaksjeselskapene og 297 av aksjeselskapene hadde utenlandske eiere.

3.4.5 Antall selskaper med aksjer registrert gjennom forvalterkonto

146 av 150 norske børsnoterte selskaper hadde beholdninger av sine aksjer registrert på en eller flere forvalterkontoer. Blant de ikke børsnoterte norske allmennaksjeselskapene var det 68 av 172 som hadde sine aksjer registrert på en eller flere forvalterkonti, mens 83 av 297 norske aksjeselskaper registrert i VPS hadde beholdninger i sine aksjer registrert på forvalterkonti.

3.4.6 Antall forvaltere og forvalterkontoer i VPS

I VPS-systemet var det per 21. mars 2005 totalt 330 forvalterkontoer eid av 297 forvaltere. Verdien av alle aksjer registrert på forvalterkonto utgjorde 169 milliarder kroner, eller 16,9 prosent av den totale verdien registrert i VPS. Det var per samme dato 17 913 VPS-kontoer med utenlandske eiere hvor det var registrert aksjer for en verdi av NOK 128 milliarder, noe som tilsvarer 12,8 prosent av den totale verdien registrert i VPS.

3.4.7 Oppgjørstransaksjoner i VPS

I 2004 utgjorde transaksjoner hvor minst en av partene var utenlandske investorer 29,2 prosent av det totale antallet oppgjørstransaksjoner i VPS. Målt etter transaksjonenes verdi utgjorde disse transaksjonene 68,4 prosent av den totale verdien av oppgjørstransaksjonene i VPS.

⁴ Alle verdier er målt i børskurs for børsnoterte selskaper. For andre selskaper er verdien satt ut fra selskapets skattemessige formuesverdi. Tallene er hentet fra Verdipapirsentralen ASA og angir tall per 1. januar 2005, med mindre annet er særskilt angitt.

Kapittel 4

Gjeldende rett

4.1 Innledning

Det følger av verdipapirregisterloven § 6-2 at en eier av finansielle instrumenter kan velge mellom å registrere sine instrumenter på enkeltkonto i eget navn eller på en forvalterkonto dersom ikke annet er bestemt i eller i medhold av lov. For aksjer er utgangspunktet etter norsk rett at eieren av en aksje skal være innført i aksjeeierregisteret, jf. allmennaksjeloven § 4-4 nr. 4. Dette innebærer i realiteten en plikt for aksjeeier til å registrere aksjene i eget navn i verdipapirregisteret hvor selskapets aksjer er registrert ettersom det er her aksjeeierregisteret føres.

Reglene i verdipapirregisterloven og forskrifter i medhold av denne gjelder i utgangspunktet for all registrering i registeret uavhengig av om det er aksjer eller andre finansielle instrumenter som registreres.

4.2 Forvalterregistrering av aksjer i norske selskaper

Allmennaksjeloven § 4-10 bestemmer at en bank eller annen forvalter som er godkjent av Kongen, kan innføres i aksjeeierregisteret i stedet for en utenlandsk aksjeeier. Forvalterregistrering for utenlandske aksjeeiere, jf. allmennaksjeloven § 4-10, representerer et unntak fra hovedregelen i allmennaksjeloven § 4-4 om at eieren av en aksje må fremstå i aksjeeierregisteret i eget navn. Det som kjennetegner forvalterregistrering, er at de aksjene som er omfattet av forvalteravtalen registreres på forvalterens navn, samtidig som det er registrert at det ikke er vedkommende forvalter som er den reelle eieren av aksjene. For å finne identiteten til den reelle eieren må man henvende seg til forvalteren.

Adgangen til forvalterregistrering for aksjer ble første gang lovregulert i 1985 i forbindelse med opprettelsen av Verdipapirsentralen, jf. aksjeloven av 1976 § 3-14. Arbeidsgruppen som i den forbindelse ble nedsatt for å utrede juridiske og tekniske sider ved etablering av en verdipapirsentral i Norge, viste til at et forvaltersystem for utenland-

ske aksjeeiere allerede hadde etablert seg i praksis på tvers av aksjelovens regler.¹ Justisdepartementet foreslo i Ot.prp. nr. 84 (1984-85) å åpne for forvalterregistrering av aksjer for utenlandske aksjeeiere under henvisning til at det forelå et praktisk behov for et forvalterregistreringssystem. Departementet var enig med arbeidsgruppen i at det særlig for utenlandske aksjeeiere som erverver aksjer på utenlandsk fondsbørs forelå behov for en slik ordning. Det ble ansett som en fordel at den ordning som hadde etablert seg i praksis kom i lovfestede former.

Allmennaksjeloven § 4-10 er i hovedsak i samsvar med bestemmelsen i § 3-14 i aksjeloven av 1976. Aksjeeierregisteret skal inneholde opplysninger om forvalterens navn og adresse og at denne er forvalter av aksjene. Det skal også fremgå hvor mange aksjer forvalteroppdraget til enhver tid omfatter, jf. allmennaksjeloven § 4-10 annet ledd. Dersom selskapet eller en offentlig myndighet krever det, skal forvalteren gi opplysninger om hvem som eier de aksjer forvalteroppdraget omfatter, og om hvor mange aksjer hver enkelt eier, jf. allmennaksjeloven § 4-10 fjerde ledd.

Forvalterregistrering etter allmennaksjeloven § 4-10 er forbeholdt utenlandske aksjeeiere. Verken lovteksten eller forarbeidene til den opprinnelige bestemmelsen § 3-14 i aksjeloven av 1976, foretar noen nærmere avgrensning av begrepet utenlandsk aksjeeier. I forbindelse med senere lovrevisjoner er det imidlertid presisert at selskap registrert i utlandet i utgangspunktet vil bli ansett som hjemmehørende i registreringslandet, men at også andre omstendigheter kan ha betydning for avgjørelsen.² I juridisk teori er anført at et utenlandskregistrert selskap faller utenfor begrepet «utenlandsk aksjeeier» dersom selskapets virksomhet i hovedsak foregår i Norge, uten at det er nærmere omtalt hva som i denne forbindelse nærmere ligger i at «selskapets virksomhet i hovedsak foregår

¹ Arbeidsgruppen som ble nedsatt av Finansdepartementet leverte sin utredning 22. juni 1984. Arbeidsgruppens drøftelser er utfyllende gjengitt i Ot.prp. nr. 84 (1984-85) side 31 flg.

² Jf. NOU 2000:10 side 89.

i Norge».³ En norskregistrert filial av et utenlandsk selskap defineres etter dette som utlending. For fysiske personer er det i juridisk teori⁴ hevdet at domisilprinsippet er avgjørende, slik at en anses som utlending når vedkommende har fast bopel i utlandet. Legges domisilprinsippet utelukkende til grunn, er det uten betydning om vedkommende aksjeeier har norsk statsborgerskap. Avgrensingen av «utenlandsk aksjeeier» har så vidt *utvalget* er kjent med ikke blitt satt på spissen, og en avklaring av begrepet når det gjelder fysiske personer ved forvalterregistrering, har derfor ikke funnet sted. Det fremstår som uklart hvorvidt norsk statsborger med fast bopel i utlandet skal anses som utlending eller innlending, jf. allmennaksjeloven § 4-10 første ledd.

Aksjeloven § 4-2 og allmennaksjeloven § 4-2 regulerer vilkårene for å utøve aksjeeierrettigheter i henholdsvis aksjeselskap og allment aksjeselskap, og således utøve eierinnflytelse i selskapet. Vilkaeret for å utøve eierbeføyelser er at aksjeervervet er innført i aksjeeierboken, jf. aksjeloven § 4-2.⁵ En aksjeeier kan også utøve aksjonærrettigheter i selskapet uten innføring i aksjeeierboken dersom «ervert er meldt og godtgjort uten at det hindres på grunn av omsetningsbegrensninger etter vedtektene eller loven», jf. aksjeloven § 4-2 første ledd annet alternativ.⁶ Tilsvarende gjelder for allmennaksjeselskaper, jf. allmennaksjeloven § 4-2. For rett til utbytte og andre utdelinger, og rett til nye aksjer ved kapitalforhøyelse, gjelder det ikke krav til registrering eller godtgjøring. Allmennaksjeloven § 4-2 suppleres av bestemmelsen om forvalterregistrering i allmennaksjeloven § 4-10 tredje ledd, hvor det fremgår at forvalters myndighet er begrenset til å motta utbytte og andre utdelinger på de aksjer han forvalter. Det sentrale er at forvalteren, i egenskap av forvalter, ikke kan utøve eierbeføyelser for de forvalterregistrerte aksjer han står oppført som innehaver av i selskapets aksjeeierregister.

Allmennaksjeloven bestemmer i § 4-4 at det skal opprettes et aksjeeierregister for selskapet i et verdipapirregister. Blant de opplysninger som skal fremgå av registeret er aksjeeierens navn og antallet aksjer den enkelte eier. Etter samme lov § 4-5 skal aksjeeierregisteret være tilgjengelig for enhver. Departementet⁷ kan i henhold til bestemmelsens siste punktum gi nærmere regler om innsynsrett, og slike regler er gitt i forskrift om aksjebokens offentlighet i aksjeselskaper og kommandittselskaper.⁸ Aksjeloven § 4-5 bestemmer tilsvarende at det skal opprettes aksjeeierbok for selskapet. Aksjeeierboken skal angi aksjeeierne og det antall aksjer de eier, til enhver tid. Også aksjeeierboken skal være tilgjengelig for enhver, jf. aksjeloven § 4-6. Bestemmelsen er i samsvar med allmennaksjeloven § 4-5.

Dersom aksjeselskapets aksjer er registrert i et verdipapirregister, gjelder allmennaksjelovens registreringsregler, jf. aksjeloven § 4-4. VPS fører aksjeeierregisteret for allmennaksjeselskaper og aksjeselskaper hvis aksjer er registrert i VPS. Selskapets aksjeeierregister dannes ved et uttrekk av informasjon om eierskap fra samtlige investorkonti som inneholder aksjer i selskapet. For at selskapet skal kunne overholde plikten til å holde oppdatert aksjeeierregister/aksjeeierbok tilgjengelig på sitt hovedkontor,⁹ må selskapet få en utskrift fra VPS gjennom sin kontofører. Alternativt kan selskapet få direkte tilgang til registeret i Verdipapirsentralen ASA med daglig oppdatert aksjeeierregister/aksjeeierbok. Slik direkte tilgang til registeret har også Kredittilsynet og Oslo Børs. Begrunnelsen for allmennhetens innsyn i aksjeeierboken/aksjeeierregisteret er det redegjort for i kapittel 9.9 nedenfor.

Ovennevnte forskrift om aksjebokens offentlighet i aksjeselskaper og kommandittselskaper (forskraften) skiller ikke mellom aksjeselskap og allmennaksjeselskap, og bruker begrepet aksjebok om aksjonæroversikten. Forskriften fastsetter i § 1 første ledd, at aksjeboken skal være tilgjengelig for enhver på selskapets kontor eller forretningssted i kontortiden. Det fremkommer videre at aksjebøker som er ført elektronisk skal holdes tilgjengelig ved utskrift, og at denne utskriften ikke skal være

³ Jf. Aarbakke m.fl. Aksjeloven og allmennaksjeloven Kommentartutgave, side 1060 – 1061 (Universitetsforlaget 2004).

⁴ Jf. Aarbakke m.fl. Aksjeloven og allmennaksjeloven Kommentartutgave, side 1061 (Universitetsforlaget 2004). Tilsvarende Andenæs: Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper, side 68 (Oslo 1998).

⁵ Aksjeloven § 4-2 må ses i sammenheng med aksjeloven § 4-12 om at erverver av aksje straks skal sende melding til selskapet om ervert. Når ervert er godtgjort, plikter selskapet uten opphold å innføre den nye eier i aksjeeierboken, jf. aksjeloven § 4-7 første ledd. Ved erverv av aksje i allmennaksjeselskaper skal ervert meldes av tidligere eier. Dette vil gjelde også for VPS-registrerte aksjeselskaper, jf. aksjeloven § 4-4.

⁶ Det vises til Myhre/Bergo: Stemme- og vetorett for forvalterregistrerte aksjer, temahefte Wikborg og Rein, 1/1998.

⁷ Nærings- og handelsdepartementet iflg. res. 17. juli 1998 nr. 619.

⁸ Forskriften er fastsatt av Handelsdepartementet 4. november 1976. Forskriften var hjemlet i aksjeloven fra 1976 og lov 6. juli 1957 nr. 5 om kommandittselskaper. Forskriften ble i forbindelse med vedtakelsen av nye aksjelover videreført i overgangsbestemmer.

⁹ Jf. allmennaksjeloven § 4-5 og aksjeloven § 4-6, samt forskrift 4. november 1976 om aksjebokens offentlighet i aksjeselskaper og kommandittselskaper.

eldre enn tre måneder, jf. § 1 annet ledd. Etter anmodning skal det innen en uke legges frem en oversikt over de endringer som har funnet sted etter at utskriften ble tatt, jf. § 1 annet ledd siste punktum. Tillitsvalgte har i henhold til forskriften § 2 første ledd, krav på å få en utskrift fra aksjeboken vederlagsfritt, mens andre som krever innsyn kan kreves for de faktiske utgifter selskapet har ved å fremskaffe utskriften. Utskriften skal være sendt den som krever innsyn senest 14 dager etter kravet kom inn til selskapet, jf. § 2 annet ledd. På selskapets generalforsamling skal aksjeboken være tilgjengelig for aksjeeierne, jf. forskriften § 3. Dersom aksjeboken føres elektronisk skal selskapet i forbindelse med generalforsamlingen holde tilgjengelig en utskrift som ikke er eldre enn 10 dager.

For allmennaksjeselskap og aksjeselskap registrert i et verdipapirregister kan det dessuten kreves innsyn direkte fra verdipapirregisteret. Det fremgår av verdipapirregisterloven § 8-2 nr. 5, at dersom noen med hjemmel i lov har krav på opplysninger, og disse finnes i et verdipapirregister, har vedkommende rett til å få disse opplysningene fra verdipapirregisteret. Dette innebærer at den som har krav til å få utlevert aksjeeierregisteret fra selskapet, også kan kreve å få disse opplysningene fra verdipapirregisteret som fører aksjeeierregisteret på vegne av selskapet.

Direkte gjelder reglene om forvalterregistrering bare for allmennaksjeselskaper. I henhold til aksjeloven § 4-4 gjelder som nevnt registreringsreglene i allmennaksjeloven når et aksjeselskap velger å la sine aksjer registreres i et verdipapirregister. Spørsmålet er om dette innebærer at også reglene om forvalterregistrering i § 4-10 kommer til anvendelse i disse tilfellene. Ordlyden i aksjeloven § 4-4 taler helst for at allmennaksjeloven § 4-10, som også må karakteriseres som en registreringsregel, får anvendelse. Tidligere lovutvalg har sett det som usikkert hvorvidt bestemmelsen om forvalterregistrering får anvendelse for aksjeselskap registrert i VPS.¹⁰ På side 1059 i Aarbakke m.fl., Aksjeloven og allmennaksjeloven, Kommentartutgave 2. utgave, legges det til grunn at reglene om forvalterregistrering bare gjelder for allmennaksjeselskap. Det uttales her:

«Bestemmelsen gjelder i utgangspunktet bare allmennaksjeselskaper. Et aksjeselskap kan velge å la aksjene registreres i et verdipapirregister. Etter aksjeloven § 4-4 gjelder i så fall allmennaksjelovens regler om slik registrering

for aksjene. I første utgave av boken ble antatt at allmennaksjeloven § 5-10 ikke ville komme til anvendelse på disse aksjeselskapene (s 870). Det kan i denne forbindelse vises til at i NOU 1992: 29 § 4-2 var forvalterregistrering foreslått begrenset til "offentlige aksjeselskaper", og den omstendighet at et aksjeselskap skulle kunne velge aksjeregistrering i Verdipapirsentralen hadde ingen betydning for selskapets status. Det er dette opplegg man i dag bør anse videreført, se også bemerkning i NOU 1996: 3 s 210-211 om at ordningen med forvalterregistrering er nær knyttet opp mot aksjer som er notert på børs. I NOU 2000:10 Lov om registrering av finansielle instrumenter er den nevnte forståelse av § 4-10 ansett som tvilsom (s 89). Utvalget foreslo at også aksjeselskaper skulle omfattes av bestemmelsen om forvalterregistrering, men bare dersom selskapet ønsket det. Reservasjonen er et uttrykk for at § 4-10 ikke uten videre passer for aksjeselskaper. Forslaget er ikke fulgt opp.»

Forslaget i NOU 2000: 10 om å tillate forvalterregistrering for aksjeselskap bare dersom selskapet selv ønsket det,¹¹ ble altså ikke fulgt opp av departementet. Departementet viste til at forvalterregistrering av aksjer falt utenfor utvalgets mandat, samtidig som det ble vist til at spørsmål om forvalterregistrering av aksjer skulle vurderes nærmere ved en senere anledning.¹²

Utvalget konstaterer at gjeldende rett er uklar når det gjelder muligheten for forvalterregistrering av aksjer i aksjeselskap som er registrert i et verdipapirregister. Aksjeloven § 4-4 er imidlertid praktisert slik at utenlandske aksjonærer i aksjeselskap kan forvalterregistrere aksjer i aksjeselskaper. Tall fra VPS viser som nevnt i kapittel 3.4.5 ovenfor, at omlag 80 norske VPS-registrerte aksjeselskap har aksjeeiere hvis aksjer er forvalterregistrert på ulike forvalterkonti i VPS.

Adgangen for utenlandsk aksjeeier til å la seg registrere gjennom en forvalter, omfatter etter allmennaksjeloven § 4-10 første ledd første punktum som hovedregel bare aksjer som er notert på utenlandsk børs. Kongen kan imidlertid samtykke i forvalterregistrering av aksjer som tilhører utenlandske aksjeeiere også i andre tilfeller, jf. annet punktum. Samtykkekompetansen ble delegert til Finansdepartementet, jf. kgl.res. 17. juli 1998 nr. 619, som har videredelegert kompetansen til Kredittilsynet. Kredittilsynet har ved godkjennelser av forvalter knyttet til aksjer for utenlandske aksjeei-

¹⁰ Verdipapirsentrallovutvalget synes å legge til grunn at rettsstillingen er usikker i NOU 2000:10.

¹¹ Jf. NOU 2000:10 side 94.

¹² Det vises til departementets vurderinger i Ot.prp. nr. 39 (2001-2002) side 78.

ere, jf. allmennaksjeloven § 4-10 første ledd, rutinemessig gitt tillatelser som også gir rett til å opptre som forvalter for aksjer notert på norsk børs og unoterte aksjer.

I følge allmennaksjeloven § 4-11 gjelder § 4-10 tilsvarende på tegningsretter som føres av et verdipapirregister. Bestemmelsen er også gjort gjeldende for grunnfondsbevis i sparebanker, kredittforeninger og gjensidige forsikringsselskap, jf. forskrift 7. februar 2001 nr. 108 om grunnfondsbevis i sparebanker, kredittforeninger og gjensidige forsikringsselskaper § 3.

I forbindelse med vedtakelsen av § 3-14 i aksjeloven av 1976, ble det i høringsrunden pekt på at ordningen med forvalterregistrering også bør gjelde for utenlandske eiere av aksjer notert på norsk børs. I tilknytning til dette uttalte Justisdepartementet i Ot.prp. nr. 84 (1984-85) side 33 blant annet:

«Industridepartementet ønsker at ordningen med forvalterregistrering også skal gjelde for utenlandske aksjeeiere av aksjer notert på norsk børs. Justisdepartementet er enig i at de argumenter som er anført av Industridepartementet kan tale for en slik adgang. Arbeidsgruppen foreslår som nevnt at departementet skal kunne gi samtykke til forvalterregistrering for utenlandsk eide aksjer som ikke er notert på utenlandsk børs og Justisdepartementet antar denne regelen må kunne tilgodese de hensyn som er påpekt av Industridepartementet. En generell lovfestet adgang til forvalterregistrering for utenlandske aksjeeiere bør etter departementets mening eventuelt vurderes når man har vunnet erfaring med verdipapirsentralssystemet.»

Spørsmålet ble igjen vurdert av Aksjelovutvalget som i NOU 1996: 3 side 77 uttalte følgende:

«Utvalget antar at adgangen til å utvide adgangen til forvalterregistrering først og fremst vil være aktuelt i forhold til aksjer som er notert på norsk børs og som tilhører utenlandske aksjeeiere.»

I samråd med Finansdepartementet foreslo Justisdepartementet i Ot.prp. nr. 23 (1996-97) at reglene ble videreført uendret og at man i stedet ville komme tilbake med eventuelle lovendringer ved en senere anledning. I Innst. O. nr. 80 (1996-97) side 25 ga Justiskomiteen sin tilslutning til dette.

Sist adgangen til forvalterregistrering for utenlandske aksjeeiere ble foreslått utvidet var av Verdipapirsentrallovutvalget i NOU 2000: 10. Verdipapirsentrallovutvalget foreslo å utvide adgangen til

forvalterregistrering for utenlandske aksjeeiere til å gjelde alle aksjer i allmennaksjeselskap, jf. NOU 2000: 10 kapittel 15.3.2. Verdipapirsentrallovutvalget la blant annet vekt på at behovet for utenlandsk kapital er minst like fremtredende for allmennaksjeselskap hvis aksjer kun er notert på norsk børs, og for allmennaksjeselskap som ikke er børsnotert overhodet. Finansdepartementet la i Ot.prp. nr. 39 (2001-2002) kapittel 9 til grunn at forvalterregistrering for aksjer falt utenfor utvalgets mandat, slik at det derfor ikke forelå tilstrekkelig grunnlag for å behandle spørsmålet. Departementet foreslo derfor at forvalterregistrering av aksjer burde utredes nærmere. Finanskomiteens flertall sluttet seg til dette, jf. Innst.O. nr. 47 (2001-2002). Det er redegjort nærmere for dette under kapittel 7 nedenfor.

I henhold til verdipapirregisterloven § 2-1 nr.1 skal aksjer og tegningsretter i norske allmennaksjeselskaper innføres i et norsk verdipapirregister som nevnt i verdipapirregisterloven § 3-1. Når det gjelder aksjer i aksjeselskap og rettigheter til slike, er dette finansielle instrumenter som i henhold til § 2-1 nr. 2 kan registreres i et norsk verdipapirregister. Som nevnt ovenfor gjelder reglene i allmennaksjeloven om slik registrering for aksjeselskap hvis aksjer er registrert i et verdipapirregister, jf. aksjeloven § 4-4.

Det fremgår som nevnt av verdipapirregisterloven § 6-2, at finansielle instrumenter kan registreres på enkeltkonti som tilhører de enkelte investorer eller på forvalterkonti for to eller flere investorer. At en forvalterkonto er beskrevet som en felleskonto for to eller flere investorer, er ikke til hinder for at kontoen til tider bare omfatter beholdning tilhørende en enkelt investor. Bestemmelsen viser til at adgangen til å benytte forvalterregistrering kan være begrenset i annen lovgivning. Når det gjelder aksjer er det som nevnt allmennaksjeloven § 4-10 som regulerer adgangen til forvalterregistrering.

De nærmere regler om forvalterkonto følger av verdipapirregisterloven § 6-3. Registeret skal vise at det er en forvalterkonto og hvem som er forvalter av kontoen, slik at det overfor omverdenen tydeliggjøres at den som er oppført i registeret ikke er reell eier. Det fremgår videre at forvalteren skal være godkjent av Kredittilsynet. Ved godkjenninger av forvalter etter allmennaksjeloven § 4-10, legger Kredittilsynet vekt på at forvalter er underlagt tilsyn i hjemlandet. Videre stilles det vilkår om at forvalter skal føre et eierregister som til enhver tid viser hvem som er reelle eiere av aksjene forvalteroppdraget omfatter, og at norske myndigheter til enhver tid skal ha tilgang til opplysningene som fremgår av dette registeret.

Forvalteren har i henhold til annet ledd fullmakt til å råde over beholdninger på kontoen med bindende virkning for investor, og med de rettsvirkninger som følger av verdipapirregisterloven kapittel 7.

For å unngå risiko for sammenblanding av klientenes og forvalterens egne finansielle instrumenter, er det i verdipapirregisterloven § 6-3 tredje ledd et krav om at finansielle instrumenter som tilhører forvalteren ikke kan være registrert på forvalterkonto som forvaltes av vedkommende.

Videre slår verdipapirregisterloven § 6-3 fjerde ledd fast at forvalter plikter å gi opplysninger om de reelle eierne i samme omfang og på samme måte som verdipapirregisteret plikter å gi opplysninger etter § 8-2 eller annen lov. Dette har som formål å hindre at innsynet i registeret ikke skal miste sin verdi ved forvalterregistrering hvor opplysninger om reell eier ikke finnes i verdipapirregisteret, men i registre ført av forvalter. Dette innebærer at kontrollmyndigheter og andre som med hjemmel i lov har krav på opplysninger fra verdipapirregisteret, i kraft av verdipapirregisterloven § 6-3 fjerde ledd har tilsvarende krav på opplysninger fra forvalter.

Verdipapirregisterloven § 6-3 tredje ledd gir videre hjemmel for forskrift om forvalters opplysningsplikt og plikt til oppbevaring av opplysningene. Hjemmelen er foreløpig ikke benyttet. Også allmennaksjeloven § 4-10 inneholder bestemmelse om forvalters opplysningsplikt. I bestemmelsens fjerde ledd fremgår at forvalteren er pålagt plikt til å opplyse selskapet eller en offentlig myndighet om hvem som er de reelle eierne av de aksjer forvalteroppdraget omfatter og hvor mange aksjer hver enkelt eier. Lovgiver har med andre ord vurdert det som viktig at selskapet og offentlige myndigheter har innsyn hos forvalterne.

Sanksjoner ved brudd på reglene i verdipapirregisterloven § 6-3 er regulert i § 6-4. I henhold til § 6-4 første ledd kan Kredittilsynet kreve en konto sperret dersom noen forvalter en forvalterkonto uten tillatelse fra Kredittilsynet, slik godkjenning trekkes tilbake eller forvalter ikke oppfyller sin opplysningsplikt, jf. § 6-3 fjerde ledd. Sperring av forvalterkontoen innebærer at forvalteren mister muligheten til å disponere over kontoen, herunder retten til å motta utbetalinger på vegne av eierne av de finansielle instrumentene.

Dersom et norsk verdipapirregister er forvalter av en forvalterkonto i et annet norsk verdipapirregister, gjelder rettsvernsreglene i verdipapirregisterloven kapittel 7 ved overføringer mellom beholdninger på forvalterkontoen. Ut over dette medfører ikke overføringer av finansielle instru-

menter mellom beholdninger på samme forvalterkonto rettsvirkninger som nevnt i lovens kapittel 7. Dette innebærer blant annet at erververens rettsvern mot avhenderens kreditorer må avgjøres ut fra andre regler enn de som følger uttrykkelig av verdipapirregisterloven. Se nærmere om rettsvernsreguleringen i kapittel 12 nedenfor.

4.3 Kort om reglene om flaggeplikt

Regler om flaggeplikt ved erverv og avhendelse av større aksjeposter fremgår av verdipapirhandelloven § 3-2. Flaggereglene skal først og fremst ivareta markedets behov for informasjon om vesentlige endringer i eierskap i børsnoterte selskaper. Endringer av eierskap kan være kurspåvirkende og det er derfor viktig å sikre at markedets aktører får samtidig og lik informasjon om dette. Reglene gjelder aksjer eller rettigheter til aksjer i selskap hvis aksjer noteres på børs. I henhold til verdipapirhandelloven § 3-2 første ledd må erverv som medfører at erververens andel av aksjer og/eller rettigheter til aksjer som er notert på norsk børs når opp til eller passerer 1/20, 1/10, 1/5, 1/3, 1/2, 2/3 eller 9/10 av aksjekapitalen eller en tilsvarende andel av stemmene i selskapet, meldes til børsen. Flaggeplikten gjelder tilsvarende ved avhendelse av aksjer, mens avhendelse av rettigheter faller utenfor.¹³ Erverv av rettigheter er omfattet av flaggeplikten. Dette tilsier at den som har ervervet rettigheter til aksjer også må flagge, og det følger av ordlyden at det ikke har betydning hvorvidt rettigheten er børsnotert. Videre er ikke alle rettigheter til aksjer omfattet, jf. bestemmelsens tredje ledd. Flaggereglene får anvendelse for norske og utenlandske selskaper med aksjer notert på norsk børs, pr i dag vil det si Oslo Børs. På bakgrunn av at forvalteren ikke er eier av de aksjer vedkommende forvalter, er det aksjeeieren som har flaggeplikt etter verdipapirhandelloven. Tilsvarende påhviler verdipapirhandellovens regler om tilbuds- og meldeplikt aksjeeieren uavhengig av hvorvidt vedkommende har registrert sitt aksjeinnehav gjennom en forvalter. Flaggeplikten omfatter alle aksjonærene i selskapet uavhengig av nasjonalitet og bosted, eller i hvilket marked den flaggepliktige transaksjonen foretas. I henhold til bestemmelsens femte ledd skal flaggemeldingen gis så snart bindende avtale om kjøp eller salg er kommet i stand.

¹³ At avhendelse av rettigheter til aksjer ikke er omfattet, er i forarbeidene begrunnet med at markedets interesse for slik informasjon er marginal og at det derfor ikke er behov for at rettigheter til salg av aksjer flagges før salget er gjennomført, jf. NOU 1996:2 kapittel 7.3.1.

Flaggeplikten innebærer med andre ord en umiddelbar varslingsplikt til markedet. Aksjeeierregisteret/aksjeeierboken er oppdatert først tre til fire dager etter handelsdag. Tersklene for når flaggeplikten inntreffer, er foreslått endret i direktiv 2004/109/EF (direktivet om periodisk og løpende rapportering). Direktivet inneholder blant annet bestemmelser om investors flaggeplikt ved endringer i eierskap når erverv eller avhendelse medfører at vedkommende investor, samt eventuelle personer eller juridiske enheter som denne investoren kan identifiseres med, passerer nærmere angitte grenser for eierskap.

Etter direktivets artikkel 9 nr. 1 skal hjemstaten sikre at aksjonæren melder fra til utstederen om andelen av stemmerettigheter vedkommende besitter når aksjonæren erverver eller avhender utsteders aksjer med tilknyttede stemmerettigheter, og ervervet eller avhendelsen har til følge at den andel av stemmerettighetene vedkommende besitter når, overstiger eller faller under grensene

på 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50 og 75 prosent. Medlemsstatene kan velge å ikke anvende terskelgrensene på 30 og 75 prosent dersom det i stedet anvender terskelgrenser på 1/3 og 2/3. Direktivets bestemmelser på dette punkt er i hovedsak en videreføring av direktiv 1988/627/EF, som allerede er gjennomført i norsk rett. Ved eierskap i selskaper fra en annen EØS-stat vil det imidlertid ikke lenger for en vertsstat være adgang til å ha strengere bestemmelser om flaggeplikt i nasjonal rett enn de som følger av direktivet.

Direktivet ble vedtatt 15. desember 2004, men er foreløpig ikke vedtatt innlemmet i EØS-avtalen. Forutsatt at direktivet innlemmes i EØS-avtalen, skal direktivet implementeres i norsk rett. Finansdepartementet nedsatte 2. juli 2004 et lovutvalg som skal foreslå nødvendige endringer i norsk rett blant annet som følge av direktivet om løpende rapportering. Utvalget har ikke avgitt sin innstilling. Gjennomføringsfristen i EU er 20. januar 2007.

Kapittel 5

Utenlandsk rett og internasjonale utviklingstendenser

5.1 Generelt

I de fleste land i Europa for eksempel Tyskland, Frankrike, Italia og i all hovedsak England, er registreringssystemene for finansielle instrumenter bygget på forvalterregistrering. Det samme er tilfelle for USA og Canada. Investorene har sine verdipapirer i depot eller elektronisk registrert hos en eller flere forvaltere, som igjen er registrert i verdipapirregisterene. Den reelle eier er dermed ikke registrert i verdipapirregisteret.

I de nordiske land og i Hellas er utgangspunktet at hver investor har konto i eget navn i verdipapirregisteret. Forvalterregistrering kan imidlertid, i varierende omfang, velges. Likeledes er registrering i direkte registrering i registeret vanlig i «nye» markeder som for eksempel Singapore, India, Kina, Hong Kong og flere av markedene i Øst-Europa.

Innretningen av registreringssystemene i de ulike markedene er ofte historisk betinget. I markeder som hadde stort handelsvolum før de elektroniske systemene ble introdusert, var det som regel allerede etablert en ordening med forvalterregistrering ettersom dette lettet oppgjøret ved å eliminere behovet for overlevering av de fysiske aksjene fra kjøper til selger. Likeledes lettet forvalterregistreringsordningen pantsattelser. Forvalterregistrering representerte således en videreføring av det etablerte systemet.

5.1.1 Svensk rett

Värdepappercentralen AB (VPC) er det eneste verdipapirregisteret for aksjer i Sverige. Aksjer som er registrert i VPC er dematerialisert. Investorer kan åpne konto direkte i VPC eller la seg forvalterregistrere. Både svenske og utenlandske investorer la seg forvalterregistrere. Forvalterkontoer skal merkes som dette i verdipapirregisteret.

Det er verdipapirregisteret som godkjenner forvalterne. Både svenske og utenlandske institusjoner kan opptre som forvalter. Forvalteren må oppfylle kravene som stilles til kontoførende institutt eller være utenlandsk sentralbank, clearingorganisasjon, verdipapirregistre eller verdipapirfore-

tak. Verdipapirregisteret kan stille vilkår for tillatelsen. Ved manglende overholdelse av vilkårene kan tillatelsen tilbakekalles.

Ved etterforskning av brudd på innsideregler, kan Finansinspektionen kreve at forvalteren oppgir hvem som er registrert som eier hos ham. Skattemyndighetene kan også kreve slike opplysninger fra forvalteren. På begjæring fra verdipapirregisteret plikter både svenske og utenlandske forvaltere å opplyse om aksjeeiers identitet, og om hvor mange aksjer den enkelte eier. Utstederselskapet kan når som helst be verdipapirregisteret om å innhente opplysninger fra forvalterne om hvem som er registrert som eiere. Det er anledning til i særlige tilfeller å gjøre unntak fra forvalters opplysningsplikt, men det er i forarbeidene forutsatt at dispensasjonsadgangen skal praktiseres strengt, og i første rekke reserveres for de tilfeller der dispensasjon er nødvendig for å kunne etablere link til utenlandske verdipapirregistre.

Verdipapirregisteret skal ha en aksjebok for hvert registrerte selskap tilgjengelig på sitt kontor. Dette aksjeeierregisteret inneholder de investorer og forvaltere som er registrert i VPC. Aksjeeierregisteret oppdateres løpende. Minst to ganger i året skal imidlertid alle aksjonærer med mer enn 500 aksjer i et selskap innføres i aksjeboken, også de som er forvalterregistrerte. Denne aksjeboken dannes ved at verdipapirregisteret to ganger i året samler inn opplysninger om hvem som hos forvalterne er registrert som eiere. Det er imidlertid bare første lag av de forvalterregistrerte eierne som rapporteres til verdipapirregisteret. Reelle eiere som er registrert gjennom flere lag av forvaltere, vil således ikke fremkomme i denne aksjeboken.

Enhver har rett til å se aksjeboken. Aksjonærer som ønsker å stemme på generalforsamlingen må dessuten senest 10 dager før generalforsamlingen la seg innskrive i aksjeboken.

Kontoførerne har i henhold til avtalen med VPC kun tilgang til opplysninger fra VPC-kontoen ved utførelse av konkrete oppdrag på vegne av kontoeieren. Kontoføreren kan således ikke disponere kontoen som om den var en konto i sitt eget system. Dersom kontoføreren ønsker å kunne yte

tilleggstjenester til investoren basert på opplysninger fra kontoen, må dette skje etter særskilt avtale med investoren om å opprette en såkalt servicekonto i VPC. Når investoren er registrert på en servicekonto fremkommer investoren ikke i det løpende eierregisteret.

5.1.2 Finsk rett

Suomen Arvopaperikeskus (APK) er det eneste verdipapirregisteret for aksjer i Finland. Aksjer som er registrert i APK er dematerialisert. Investorer kan åpne konto direkte i APK eller la seg forvalterregistrere. Etter finsk rett er det bare utenlandske investorer som kan la seg forvalterregistrere. Departementet kan begrense retten til å forvalterregistrere registrerte egenkapitalinstrumenter, dersom de ikke er gjenstand for offentlig handel i utlandet. Denne adgangen har imidlertid aldri vært benyttet.

Alle kontoførere i det finske verdipapirregisteret kan opptre som forvalter. I tillegg kan Finlands nasjonalbank, utenlandske sentralbanker og verdipapirforetak være forvaltere. Verdipapirregisteret kan dessuten gi utenlandske verdipapirregistre, oppgjørssystemer og depotinstitutter tillatelse til å opptre som forvaltere. Også andre utenlandske organisasjoner kan godkjennes som forvalter av verdipapirregisteret.

En forvalterkonto skal merkes som dette i verdipapirregisteret. Forvalteren kan ikke utøve andre aksjonærrettigheter enn retten til å motta utbytte, konvertering eller ombytting eller deltaelse i emisjoner.

På forespørsel fra den finske tilsynsmyndigheten plikter forvalter å oppgi hvem som er registrert som eier hos forvalteren, og hvor mange finansielle instrumenter vedkommende eier. Dersom det ikke er den reelle eieren som er registrert hos forvalteren skal han i stedet oppgi hvem som er registrert som representant for den reelle eier som står registrert hos forvalter, og hvilke registrerte finansielle instrumenter oppdraget omfatter. I tillegg skal forvalter framlegge en skriftlig erklæring om at den reelle eier ikke er en finsk fysisk eller juridisk person. Det er gjort unntak fra plikten til å frembringe en slik erklæring der forvalter er et utenlandsk verdipapirregister, oppgjørssystem eller depotinstitutt. For andre finansielle instrumenter enn obligasjoner skal denne informasjonen også gis til utsteder. Tilsynsmyndigheten kan gi regler om på hvilken måte opplysningene skal gis.

I Finland er aksjeboken offentlig. Alle som er registrert direkte i verdipapirregisteret fremkommer i det offentlige eierregisteret. For forvalterre-

gistrerte aksjer fremkommer bare opplysninger om forvalteren.

Alle investorer i børsnoterte selskaper må melde fra til selskapet når de passerer eierandeler på 5, 10, 15, 20, 25, 33 1/3, 50 eller 66 2/3 prosent av aksjene. Selskapet melder dette videre til børsen som i sin tur offentliggjør informasjonen.

Kontoførerne har full tilgang til opplysninger fra de kontoene de er ansvarlige for.

5.1.3 Dansk rett

Værdipapirsentralen AS (VP) er det eneste verdipapirregisteret for aksjer i Danmark. Aksjene som er registrert i VP er dematerialisert. Investorer kan åpne konto direkte i VP eller la seg forvalterregistrere. Etter dansk rett kan både danske og utenlandske investorer la seg forvalterregistrere. Forvalterkontoer skal merkes som dette i verdipapirregisteret. Lovgivningen stiller ingen formelle krav om hvem som kan opptre som forvalter, og det kreves heller ikke noen særskilt godkjenning verken fra verdipapirregisteret eller offentlige myndigheter. Det er imidlertid forutsatt i Betænkning nr. 1290 1995 (Børsreform II) (side 123) at dersom forvaltervirksomheten har et visst omfang vil det kreves at vedkommende har konsesjon som verdipapirregister.

Verdipapirregistrene har en viss plikt til skatterapportering. Finanstilsynet kan kreve opplysninger fra verdipapirregistre og kontoførere i etterforskning av konkrete saker om kursmanipulasjon og innsidehandel. Noe generell innsynsrett i verdipapirregisteret har verken Finanstilsynet eller skattemyndighetene. Videre er det ikke noen alminnelig innsynsrett i aksjeeierregisteret. Utstederselskapet har heller ikke krav på å få opplysninger om aksjonærenes identitet, verken fra verdipapirregisteret eller forvalteren. Aksjonærer som erverver mer enn 5 prosent av selskapet skal imidlertid gi melding til selskapet, og opplysningene om deres identitet skal være allment tilgjengelige. Kontoførende institutt har full tilgang til opplysninger på de kontoene vedkommende institutt er ansvarlig for.

5.1.4 Engelsk rett

Den mest vanlige formen for registrering i England er forvalterregistrering. Investor har adgang til å ha egen konto i registeret som eventuelt føres i eget navn. Å være direkteregistrert forutsetter dataforbindelse med registeret, eventuelt avtale med noen som har slik forbindelse. Ved forvalterregistrering står aksjene registrert i navnet til et

selskap som er opprettet utelukkende for å holde aksjer på vegne av andre. Dette er selskaper som eies av forvalteren. En slik ordning er etablert for å sikre at konkurs hos forvalteren ikke skal påvirke rettighetene til de reelle eierne.

Utstederselskapet forholder seg utelukkende til forvalteren som har rett til å opptre i alle sammenhenger overfor selskapet, inkludert å stemme på generalforsamlingen. Stemmegivningen skjer på bakgrunn av fullmakt eller instruks fra eieren. Eieren trenger ikke å tilkjenne sin identitet for å stemme. Skal den reelle eier møte på generalforsamlingen må vedkommende ha fullmakt fra forvalterregistreringsselskapet.

Utstederselskapet har krav på opplysning om hvem forvalteren opptre på vegne av. Det er ikke offentlighet omkring aksjeeierregisteret, men for noterte selskaper gjelder flaggeregler fastsatt av børsen. Også børs og tilsynsmyndigheter har rett til å få opplyst hvem som er reell eier og annen informasjon knyttet til reell eiers transaksjoner direkte fra forvalter. *Utvalget* har fått opplyst at det i hovedsak ikke er problemer knyttet til å få opplyst hvem som eier aksjene som er forvalterregistrert, bortsett fra at det tar tid å få frembrakt opplysningene.

5.1.5 Amerikansk rett

I USA er det ikke uvanlig at aksjeselskaper utsteder fysiske aksjesertifikater som representerer eierrettigheter i selskapet. Utsteder - eller en «transfer agent» som opptre på vegne av utsteder - fører et register over personer med eierrettigheter i foretaket. Personer som er oppført i selskapets eierregister kalles «legal owners».

For de fleste aksjer i amerikanske børsnoterte selskaper er imidlertid The Depository Trust Corporation (DTC) innført som eier i selskapets eierregister. DTC er et sentralt depot for amerikanske aksjesertifikater som oppbevarer de fysiske aksjesertifikatene på vegne av deltakerne i DTC. DTC fører dessuten konti som viser forvalternes rettigheter i de deponerte verdipapirene. Forvalterne fører så i sine egne systemer hvilke eierrettigheter deres kunder har. Det er imidlertid ingen plikt for investorer å la seg registrere DTC eller tilsvarende register. Investor kan således velge å la seg registreres direkte i det enkelte selskap.

Det er kun oppføring i selskapets register gis status som «legal owner», og det er i utgangspunktet bare «legal owners» som kan utøve aksjonærrettigheter. Normalt står kun DTC oppført i selskapets eierregister, og i så fall er det i prinsip-

pet bare DTC som kan opptre som eier på generalforsamlinger mv. Forvalterregistrerte eiere gis imidlertid en rekke (kontraktbaserte) aksjonærrettigheter av DTC, slik at forvaltereierne i praksis langt på vei har de beføyelser som normalt tilfaller en eier.

Det er imidlertid verdt å nevne enkelte utviklingstrekk i ovennevnte system. For det første har DTC, de største børsene (NYSE og NASDAQ) og den amerikanske bransjeforeningen for verdipapirforetak gått sammen om å etablere Direct Registration System (DRS). DRS innebærer at sluttinvestor kan registreres direkte og elektronisk i utsteders aksjeeierregister. Investor vil således være «legal owner», og slipper derfor å måtte innhente fullmakter mv for å utøve sine aksjonærrettigheter. Investor kan overføre eierrettighetene til megler elektronisk, dersom vedkommende ønsker å selge e.l. DRS har imidlertid ikke fått et stort omfang i forhold til aksjemarkedets totale størrelse.

I USA må alle eiere (inkludert forvaltere) melde fra til Securities and Exchange Commission (SEC) om erverv som innebærer at de kontrollerer mer enn 5 prosent av aksjekapitalen.

På bakgrunn av at det ikke finnes et sentralt eierregister i USA, er en henvist til eierregisteret til den enkelte utsteder. Innsyn i slike eierregistre er regulert i den enkelte delstatslovgivningen. For flertallet av børsnoterte amerikanske selskaper innebærer dette full anonymitet for direkteregistrerte aksjonærer. Andre aksjonærer kan imidlertid be om innsyn i registeret. SEC har i utgangspunktet ikke tilgang til dette registeret, men kan be om en rettslig kjennelse som gir rett til innsyn. Dersom utsteder benytter en transfer agent til å føre eierregister, vil imidlertid SEC som tilsynsmyndighet ha full tilgang til agentens eierregister uten rettslig kjennelse.

Eierregisteret i DTC er i utgangspunktet unntatt fra offentlighet. Utsteder kan imidlertid be om en daglig oppdatert utskrift som viser hvilke meglerforetak mv som fremstår som eiere i DTC, men ved bruk av forvalterregistrering vil ikke reell eier fremstå. Sluttinvestor kan frasi seg den retten til anonymitet som forvalterregistrering gir.

Verdipapirlovgivningen krever at meglerforetaket fører oversikt over den som står oppført som eier. Det kreves ikke at megler skal gå lenger bak i hjemmelsrekken for å kontrollere om registrert eier er reell eier eller om vedkommende kun opptre som forvalter på vegne av andre. Hvitvaskings- og terrorfinansieringslovgivningen har også regler om dette. Nylig vedtatte lovregler om

hvitvasking og finansiering av terrorisme¹ krever at alle finansforetak (herunder forvaltere som er deltakere i DTC) skal vite hvem deres kunder er.

Skattemyndighetene (IRS) vil rutinemessig få melding fra megler om kjøp og salg av verdipapirer og om utbyttebetalinger, og disse opplysningene vil legges til grunn for skatteoppgjøret. IRS har imidlertid ingen generell tilgang til selskapsregisteret, DTCs register eller meglers register. IRS må eventuelt utstede en administrativ kjennelse som vil gi tilgang til registrene. Alternativt kan IRS gå direkte til en domstol og be en rettslig kjennelse om innsyn eller en ransakelsesordre.

5.2 Internasjonale rammebetingelser og lovgivningsinitiativ

5.2.1 Generelt

Det har i de siste tiår vært mange internasjonale reguleringsinitiativ knyttet til registrerings- og oppgjørssystemer for finansielle instrumenter. De første initiativ av denne type ble tatt av brukere og interesseorganisasjoner i verdipapirmarkedene, og var i hovedsak knyttet til forhold ved oppgjør av handel med finansielle instrumenter. Dette ledet til en rekke internasjonale anbefalinger om sikkerhet og effektivitet i oppgjørssystemer. En viktig anbefaling av denne type er de såkalte Group of 30 anbefalingene (G 30-anbefalingene) som skisserte en del grunnforutsetninger for effektive oppgjørssystemer for handler med finansielle instrumenter.

De senere årene ha regelverksutviklingen også omfattet registrering av finansielle instrumenter. I Europa har det vært en tendens at EU har involvert seg stadig mer i regelverksutvikling på dette området. Av vedtatte direktiver kan nevnes direktivet om endelig oppgjør i betalingssystem og i oppgjørssystem for verdipapirer (direktiv 98/26/EF) som er gjennomført i norsk rett ved lov om betalingssystemer, og direktivet om finansiell sikkerhetsstillelse (direktiv 2002/47/EF) som er gjennomført i norsk rett ved lov om finansiell sikkerhetsstillelse. I tillegg har EU tatt flere initiativ til harmonisering av regelverket på dette området. I tillegg til de initiativ EU har tatt, er det også flere internasjonale initiativ som tar sikte på en global harmonisering av regelverket i tilknytning til registrering og oppgjør av finansielle instrumenter. Nedenfor følger en oversikt over de

viktigste internasjonale initiativene med en kort beskrivelse av innholdet i det regelverket som er foreslått. Felles for de fleste av disse initiativene er at regelverket er i støpeskjeen og således ikke ferdig utviklede regler. De regelverksutkast og rapporter som er beskrevet nedenfor har derfor ikke dannet grunnlag for bindende rammer for *utvalgets* arbeid. *Utvalget* har likevel hatt dem som et grunnlag for sine vurderinger, og har forsøkt å holde seg innenfor den retning som disse initiativene angir.

Utvalget vil dessuten nevne Norges rolle i det internasjonale arbeidet for større åpenhet omkring eierskap i selskaper m.v., jf. Utenrikskomiteens uttalelse i Innst. S. nr. 118 (2003-2004):

«Komiteen understreker behovet for sterke internasjonale instrumenter i kampen mot korrupsjon, hvitvasking, «shellbanks» og skjulte eierskap og peker på at tiltak mot ikke-samarbeidende land er påkrevd. For å sikre en sunn global økonomi og forhindre korrupsjon bør Norge være en pådriver for at det på sikt ikke er noe land som er uvillig til å fortelle hvem som er eieren av en konto eller trust er.»

Det er vist til denne uttalelsen i Regjeringens handlingsplan mot økonomisk kriminalitet.²

5.2.2 Værdipapirregistrering i de nordiske lande – Rapport fra en arbeidsgruppe nedsatt under Nordisk Ministerråd

Nordisk Ministerråd utga i 1999 rapporten *Förutsättningar för ökat nordiskt og nordisk-baltiskt börssamarbete*. I denne rapporten fremgikk det blant annet at økt nordisk børssamarbeide også ville være betinget av en harmonisering av oppgjørs- og registreringstjenester. Som en konsekvens av dette nedsatte en styringsgruppe under Ministerrådet en arbeidsgruppe som skulle gjennomgå reguleringen av registrering av verdipapirer i verdipapirregistre i de nordiske land. Formålet med rapporten var å identifisere eventuelle forskjeller i lovgivningen som var av en slik karakter at det kunne virke hemmende på utviklingen av det nordiske verdipapirmarkedet, og å foreslå endringer der det var behov for dette.

Arbeidsgruppen avga sin rapport i september 2001 (*Værdipapirregistrering i de nordiske lande – Rapport fra en arbeidsgruppe under Nordisk Ministerråd*). Gruppen gjennomgikk et bredt spekter av regler som hadde relasjon til registrering av verdipapirer, herunder reglene for forval-

¹ The Uniting and Strengthening America by Providing Appropriate Tools Required to Intercept and Obstruct Terrorism Act of 2001 (forkortet til USA Patriot Act)

² Handlingsplanen er tilgjengelig på <http://www.odin.dep.no>

terregistrering. Arbeidsgruppens konklusjon på dette punkt var som følger:

«Ved forvalterregistrering forstås tilfælde, hvor en investors (eller flere investorers) beholdning af finansielle instrumenter står på en konto som er registreret i en forvalters navn. Investors navn fremgår ikke af registreringsenhedens register men derimod af forvalterens egne optegnelser.

Der er generel adgang til forvalterregistrering i Danmark, Island og Sverige, mens forvalterregistrering i Finland og Norge kun er tilladt for udenlandske investorer.

Der kræves i de fleste lande (med undtagelse af Danmark) offentlig godkendelse for at kunne optræde som forvalter. I Sverige er det dog VPC, der giver en sådan tilladelse.

Denne forskel hænger sandsynligvis sammen med, at hensynet til offentlig-hedens adgang til information om ejerforhold i erhvervslivet og hensynet til skattekontrol er blevet tillagt forskellig vægt i de nordiske lande.

Det er vanskelig at påvise, at forskellene mellem reglerne vedrørende forvalterregistrering medfører konkrete ulemper i relation til et felles nordisk verdipapirmarked, da alle lande tillader forvalterregistrering for udlændinge. Således vil en investor fra ét nordisk land alltid kunne forvalterregistrere sin beholdning af finansielle instrumenter i et andet nordisk land.

Det kan muligvis hævdes, at et forbud mod forvalterregistrering kan være en fordel eller en ulempe for likviditeten på det pågående nationale marked, men dette er en problemstilling, som falder uten for denne fremstilling.

Det kan på samme måte heller ikke påvises, at forskelle i regelsættene i de nordiske lande er til hinder for et effektivt nordisk børs-samarbejde».

5.2.3 Haag-konvensjonen for lovvalgsregler i saker om rettigheter til verdipapirer som besittes av forvaltere/mellommenn

The Hague Convention on the Law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary av 13. desember 2002 – Haag-konvensjonen om lovvalgsregler i saker om rettigheter til verdipapirer som besittes via mellommenn, regulerer lovvalgsspørsmål i saker om rettigheter til finansielle instrumenter som er registrert via mellommenn, for eksempel ved spørsmål om virkningen overfor tredjemenn av at rettigheter til finansielle instrumenter blir registrert på en konto, krav

til etablering av rettsvern, ekstinksjon av rettigheter, prioritetspørsmål mv.³ Konvensjonen er ikke ratifisert av Norge eller av noen annen stat.

Konvensjonens hovedregel er mellommannen og kontoinehaver kan avtale hvilken stats rett som skal regulere rettsstiftelser på kontoen. Partene står imidlertid ikke helt fritt til å avtale hvilken stats rett som skal komme til anvendelse. Konvensjonen stiller et krav om at mellommannen må ha en viss tilknytning til vedkommende stat. Konvensjonen oppstiller dessuten subsidiære regler for lovvalg for de tilfeller hovedregelen ikke kan anvendes. Haag-konvensjonen er for øvrig vedlagt.

5.2.4 Unidroit – Preliminary draft convention on harmonized substantive rules regarding securities held with an intermediary

International Institute for the Unification of International Law (Unidroit)⁴ har igangsatt et arbeid for å utvikle en konvensjon som skal gi en global standard for regler for verdipapirer som er registrert på en verdipapirkonto. Der Haag-konvensjonen bare gir anvisning på hvilken stats rett som skal komme til anvendelse på spørsmål knyttet til verdipapirer registrert på en verdipapirkonto, gir Unidroit-konvensjonen anvisning på hva de materielle reglene i den enkelte stat skal inneholde. Det foreligger foreløpig et utkast til konvensjon datert november 2004. Utkastet har vært på høring blant medlemslandene i UNIDROIT. Ved avgivelse av

³ Følgende problemstilling er et eksempel på et spørsmål konvensjonen tar sikte på å løse: En amerikansk forvalter har en konto i VPS hvor han på vegne av sine kunder har registrert norske aksjer. I sine egne systemer i USA fører forvalter oversikt over de reelle eierne av aksjene. Dersom en av de reelle eierne ønsker å pantsette aksjene oppstår spørsmålet om hvordan pantet skal sikres. Kan pantet sikres ved å foreta den nødvendige rettsvernsakten i forvalterens systemer i henhold til amerikansk rett, eller må man gjennomføre den sikringsakten som følger av den norske lovgivningen som har regler for pantsettelse av norske aksjer. Etter den norske panteloven § 4-1 får pant i aksjer registrert i et verdipapirregister rettsvern ved registrering i verdipapirregisteret. Dersom norsk rett legges til grunn er det altså ikke tilstrekkelig å sikre pantet i de norske aksjene ved en registrering i forvalterens systemer. Så lenge det ikke eksisterer noen klare regler for hvis stats rettsregler som skal legges til grunn, bør panthaver gjennomføre sikringsakten både etter norsk og amerikansk rett. Panthaver må da sette seg inn i reglene for dette etter to rettsystemer, noe som kan være kostbart og komplisert. Forholdet kompliseres ytterligere hvis det er en mellommann i en tredje stat mellom verdipapirregisteret og den reelle eierens forvalter. Likeledes kompliseres saken dersom pantet gjelder en konto hos forvalteren der investor har aksjer fra mange ulike jurisdiksjoner.

⁴ For nærmere informasjon om UNIDROIT og utkastet til konvensjon se www.unidroit.org

utvalgets innstilling er ikke resultatet av denne høringsrunden kjent.

Konvensjonsutkastet inneholder i tillegg til definisjoner av sentrale begreper knyttet til verdipapirregistrering også regler om:

- Rettigheter som oppstår ved registreringer på en verdipapirkonto
- Beskyttelse av godtroerververe av verdipapirer registrert på en verdipapirkonto
- Rettigheter ved konkurs hos forvalter
- Forvalterens plikter i tilknytning til verdipapirkontoen
- Forholdet til utstederen av verdipapirene
- Regler for håndtering av verdipapirer som er brukt til sikkerhetsstillelse

5.2.5 The Legal Certainty project

EU-kommisjonen presenterte i mai 2002 et dokument hvor de redegjorde for sine planer når det gjaldt regulering av clearing og settlement i EU. Denne rapporten ble fulgt opp av en tilsvarende rapport i april 2004 hvor dette ble nærmere utdypet.

Kommisjonen peker blant annet på at mangelen på et harmonisert regelverk knyttet til verdipapiroppgjør er en vesentlig grunn til ineffektiviteten i grensekryssende verdipapirtransaksjoner. For å bøte på dette skisserte kommisjonen en rekke tiltak. Et av disse tiltakene var å vurdere behovet for et eget direktiv for clearing og settlement for å sikre et enhetlig regelverk for grensekryssende transaksjoner. Som et ledd i dette utnevnte Kommisjonen en ekspertgruppe med oppgave å kartlegge de legale barrierene mot en integrasjon av det europeiske verdipapirmarkedet. Kommisjonen har i gruppens mandat bedt om at den særlig vurderer:

- De rettslige karakteristika av verdipapirer registrert via mellommenn
- Overføringer av slike rettigheter
- Når overførslar av slike rettigheter ikke kan tilbakekalles
- Behandlingen av registreringer høyere opp i registreringskjeden
- Investors beskyttelse ved konkurs hos forvalteren
- Tredjemenns godtroerverv av slike rettigheter
- Forskjeller i nasjonale regler om corporate actions
- Begrensninger i utstедers mulighet til å velge under hvilken jurisdiksjon verdipapirene skal utstedes

Formålet med et eventuelt direktiv vil være å etablere klare og harmoniserte nasjonale regler på

disse områdene. *Utvalget* har merket seg at Kommisjonen har uttrykt at det er et behov for klare nasjonale regler for overføring av rettigheter til verdipapirer som er forvalterregistrert.

5.2.6 Fostering an appropriate regime for shareholders rights – Consultation document of the services of the Internal Market Directorate General

I mai 2003 annonserte EU-kommisjonen en plan for modernisering av selskapsretten i EU – «Action Plan on Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the EU». I denne planen fremholder Kommisjonen at et formål med denne moderniseringen er å styrke aksjonærenes rettigheter i børsnoterte selskaper. På bakgrunn av høringsuttalelser fra aktørene i markedet besluttet Internal Market Directorate General å iverksette en åpen høringsprosess om forhold som bør reguleres av i et fremtidig direktiv om aksjonærrettigheter. Som et ledd i dette sendte Internal Market Directorate General i september 2004 dokumentet «*Fostering an Appropriate Regime for Shareholders' Rights*» på høring. I dette dokumentet ble det tatt opp flere tema som høringsinstansene ble bedt om å gi sine vurderinger av. I kapittel 5 «*Entitlement to control the voting right*» behandles problemstillinger omkring stemmerett for forvalterregistrerte aksjer. Ett forhold som er tatt opp er at enkelte jurisdiksjoner ikke anerkjenner en forvalterregistrert aksje-eier i relasjon til stemmerett på generalforsamlinger. Det ble stilt spørsmål om et eventuelt direktiv bør fastsette at den reelle eieren alltid skal ha anledning til å stemme for sine aksjer – enten ved selv å stemme, eller ved å gi fullmakt til sin forvalter. På bakgrunn av de innspill som kom i høringsrunden besluttet Internal Market Directorate General å følge opp det første konsultasjonsdokumentet med et nytt dokument som ble publisert 13. mai 2005. Det fremkommer her at den første høringsrunden viste at lovgivningen i en rekke medlemsland vanskeliggjør utøvelse av aksjonærrettigheter på tvers av landegrensene, og at det er en sterk støtte for at EU bør ta et initiativ på dette området. I det nye konsultasjonsdokumentet legges det derfor særlig vekt på hvilke tiltak som bør iverksettes for å lette utøvelsen av aksjonærrettigheter på tvers av landegrensene. Høringsfristen er satt til 15. juli 2005.

5.2.7 OECDs arbeid for økt åpenhet omkring eierskap i selskaper m.v.

Etter initiativ på ministernivå lanserte OECDs skattekomité i 1996 et prosjekt vedrørende skade-

lig skattekonkurranse.⁵ Siden 1998 har en egen arbeidsgruppe under komiteen arbeidet med tiltak mot skattepraksis som kan være til skade for målsettingen om like og rettferdige konkurranseforhold mellom medlemslandene og mellom disse og land som ikke er medlem. To av hovedkriteriene ved vurderingen av om en ordning skal anses skadelig, er om den mangler transparens og om den ikke er gjenstand for effektiv informasjonsutveksling.⁶

I en fremdriftsrapport fra 2004 opplyses det at 33 av de land og jurisdiksjoner som ble funnet å operere med skadelige ordninger,⁷ har avgitt forpliktende erklæringer om anerkjennelse av prinsippene om transparens og informasjonsutveksling. Forpliktelsen innebærer blant annet samarbeid med OECD-land om utvikling av internasjonale standarder på dette område. Det store flertall blant de landene som har avgitt en slik erklæring har allerede tatt et viktig skritt i retning av økt transparens ved å avskaffe ordninger med ihendehaveraksjer. Mange av dem har også innført reguleringer av virksomheten til tilbydere av forvaltertjenester og herunder stilt krav om innhenting og oppbevaring av eieropplysninger vedrørende klienter.

Et viktig resultat av samarbeidet hittil er en mønsteravtale for utveksling av opplysninger i skattesaker. I den er det bl.a. inntatt bestemmelse om plikt til etter anmodning å fremskaffe opplysninger om eierskap til aksjer m.v. – for børsomsatte aksjer/andeler dog med forbehold for opplysninger som ikke kan fremskaffes uten uforholdsmessige vansker. Det presiseres at plikten ikke bare omfatter de som fremtrer som eiere, men hele kjeden fram til den reelle eier. Videre fastslås det at plikten også gjelder for opplysninger som innehas av banker og andre med forvalteroppdrag for den reelle eier. Det er fastsatt frister som skal sikre at utvekslingsavtalen blir et effektivt hjelpemiddel for den avtalepart som ber om opplysninger.

Nevnte fremdriftsrapport opplyser at det allerede er inngått eller er i ferd med å inngås avtaler som bygger på prinsippene i denne mønsteravtalen. Norge har i følge Ot.prp. nr. 1 (2004-2005) påbegynt arbeidet med å inngå slike avtaler, i samarbeid med de andre nordiske landene.

Bestemmelsene om utveksling av opplysninger i OECDs egen skatteavtalemodell, artikkel 26 med tilhørende kommentarer, ble revidert i 2004. Den nye versjonen som etter planen skal sluttbehandles i løpet av våren 2005, er angitt å reflektere gjeldende praksis blant mange OECD-land og den enighet som er oppnådd mellom OECD-land om idealstandard for tilgang til bankopplysninger.⁸ Endringene er i samsvar med innholdet i den modellavtale om utveksling av opplysninger i skattesaker som er omtalt foran. Det finnes ingen reservasjon for børsomsatte aksjer. Av særlig betydning for forvalterregistrerte aksjer er en ny bestemmelse i artikkel 26 om at en stat ikke kan nekte å etterkomme en anmodning om å gi opplysninger bare med den begrunnelse at det dreier seg om eieropplysninger eller at det er en bank eller annen forvalter som sitter inne med disse opplysningene. I kommentarene er det understreket at plikten til å fremskaffe opplysninger gjelder alle ledd i en eierkjede. Det fremheves videre at prosedyrene for indirekte tilgang til de opplysninger bistandsanmodningen gjelder, ikke skal være så byrdefulle og tidkrevende at de virker som hindring for tilgangen til opplysningene.

5.2.8 Tiltak mot hvitvasking og terrorfinansiering

«Kjenn-din-kunde-prinsippet» anses for å være et av de viktigste virkemidler for å hindre at finansielle system misbrukes til hvitvasking av penger eller finansiering av terrorisme. Dette kan blant annet ha betydning for å kunne oppdage uvanlige transaksjonsmønstre som kan innebære hvitvasking eller finansiering av terrorisme, samt at det ved etterforskningen skal være mulig å spore en transaksjon tilbake til vedkommende som foretok eller initierte transaksjonen. Det pågår en rekke initiativ på internasjonalt nivå for å ivareta nevnte formål, for eksempel gjennom FN, IMF, Verdensbanken, Europarådet, FATF, OECD og EU/EØS. Nedenfor gis en kort omtale av initiativene i FATF og EU/EØS.

Financial Action Task Force on Money Laundering and Terrorist Financing (FATF) er et internasjonalt ad hoc-forum som ble etablert i 1989 etter initiativ fra G7-landene. Norge har deltatt siden 1991. I dag har FATF 33 medlemmer – 31 land samt EU-kommisjonen og Gulf Cooperation Council. FATFs hovedoppgaver er å utarbeide interna-

⁵ Tiltaket er nærmere beskrevet i rapporten HARMFUL TAX COMPETITION An Emerging Global Issue (1998).

⁶ De to andre er lav/ingen beskatning og separasjon fra den lokale økonomi.

⁷ Jf. The OECDs project on harmful Tax practices: The 2004 Progress report. Fem land hadde ennå ikke erklært samarbeidsvilje.

⁸ Jf. 2000-rapporten: «Improving Access to Bank Information for Tax Purposes» og Fremdriftsrapporten: «The 2003 Progress Report».

sjonale standarder med tiltak mot hvitvasking og terrorfinansiering, evaluere medlemsland etter disse standardene, og kartlegge nye moduser og trender for hvitvasking og terrorfinansiering (typologi). FATF har utarbeidet 40 anbefalinger mot hvitvasking som anses som de viktigste internasjonale standarder innen sitt område. Anbefalingene ble sist revidert i juni 2003. Anbefalingene omhandler blant annet kriminalisering av hvitvasking, identifisering av kunder, rapporteringsplikter for finansinstitusjoner mv., internasjonalt samarbeid og ressurs-/kompetansespørsmål. FATF har i tillegg vedtatt 9 spesielle anbefalinger om terrorfinansiering. Anbefalingene anses som politisk forpliktende for Norge. «Kjenn-din-kunde-prinsippet» er et viktig prinsipp i FATFs standarder. FATFs anbefalinger inneholder en rekke krav til og fremgangsmåter for identifisering av kunder. I den forbindelse vises det til FATFs anbefaling nr. 5, hvor det er nedfelt en plikt for finansinstitusjoner mv. til å identifisere sine kunder ved etablering av kunde-forhold av forretningsmessig art, herunder en plikt til å identifisere «beneficial owner». Ifølge

FATFs begrepsbruk forstås med «beneficial owner» den naturlige person som endelig eier eller kontroller en kunde og/eller personen som på hvis vegne en transaksjon blir utført. Dette inkluderer også personer som utøver effektiv kontroll over en juridisk person eller lignende rettslige innretninger.

EU har nylig vedtatt et nytt hvitvaskingsdirektiv (Ecofin Council 7. juni 2005⁹) som omhandler tiltak for å hindre at det finansielle system misbrukes til hvitvasking av penger. Direktivet vil erstatte tidligere hvitvaskingsdirektiv (direktiv 2001/97/EF og direktiv 91/308/EØF). Hensikten med det nye direktivet er i hovedsak å sikre en samordnet gjennomføring og anvendelse av FATFs anbefalinger på fellesskapsnivå. Sentralt i direktivforslaget er krav til identifisering av kunder, og et styrket krav til identifisering av eier basert på FATFs anbefalinger, jf. ovenfor.

⁹ se <http://register.consilium.eu.int/pdf/en/05/st09/st09317.en05.pdf>

Kapittel 6

EØS-rettslige skranker

6.1 Sekundærlovgivning

Sekundærlovgivningen omfattet av EØS-avtalen, det vil i hovedsak si direktiver og forordninger, kjennetegnes ved at den stiller positive krav til hva norsk rett skal gå ut på. EØS-avtalen inneholder ingen direktiver eller annen sekundærlovgivning av direkte betydning for vurderingen av om det bør åpnes adgang for innenlandske aksjeeiere til å la sitt aksjeinnehav forvalterregistrere. Heller ikke i EU er det sekundærlovgivning som ved eventuell innlemmelse i EØS-avtalen kan få direkte betydning for spørsmålet.

6.2 EØS-avtalens hoveddel

Avtalen om opprettelse av Det europeiske økonomiske samarbeidsområdet (EØS-avtalen) kjennetegnes ved at den i tillegg til å stille positive krav om hva norsk rett skal gå ut på, typisk i direktiver vist til i vedleggene til avtalen, også stiller krav til hva norsk rett ikke skal gå ut på, gjerne kalt negative krav. De sentrale bestemmelsene her er avtalens generelle forbud mot nasjonalitetsbestemt forskjellsbehandling, art. 4, og reglene om de såkalte fire friheter; fri bevegelse for varer, tjenester, kapital og personer.

EØS-avtalens artikkel 4 forbyr nasjonalitetsbestemt forskjellsbehandling, og er dermed til hinder for at personer og foretak hjemmehørende i andre EØS-land gis en dårligere stilling enn personer og foretak hjemmehørende i Norge. Forbudet er imidlertid ikke til hinder for at norske personer og foretak gis en dårligere stilling enn personer og foretak hjemmehørende i andre EØS-land. Det forhold at utlendinger kan velge å la seg forvalterregistrere mens innlendinger ikke er gitt en tilsvarende adgang, rammes derfor ikke av EØS-avtalens art. 4.

EØS-avtalens regler om fri bevegelse for kapital, art. 40 flg., forbyr restriksjoner på overføring av kapital tilhørende personer bosatt i EØS-området. Etter nomenklaturen gjengitt i vedlegg I til direktiv 88/361/EØF om gjennomføring av traktatens artikkel 67, er valutautlendingers kjøp av

innenlandske aksjer en kapitalbevegelse omfattet av regelverket. Valutainnlendingers kjøp av innenlandske aksjer er det derimot ikke.

Begrepene valutainnlending og valutautlending fastlegges på grunnlag av norsk rett. Etter lov 14. juli 1950 nr. 10 om valutaregulering, valutareguleringsloven, § 8, regnes person bosatt her i landet som innlending, og person bosatt i utlandet som utlending, uavhengig av statsborgerskap. Dette medfører at begrensninger i valutainnlendingers kjøp av aksjer i norske selskaper ikke reguleres av reglene om fri bevegelse for kapital. Kapitalreglene krever dermed ikke at det gjøres noe med valutainnlendingers adgang til å la seg forvalterregistrere. Det kan imidlertid ikke utelukkes at en innsnevring av valutautlendingers adgang til å la seg forvalterregistrere kan hevdes å være en restriksjon på kapitalbevegelsene over landegrensene. Bakgrunnen for dette er at norske regler som medfører at utlendinger må treffe særlige tiltak for å investere i norske aksjer, kan hevdes å gjøre det mer byrdefullt for dem å investere i norske aksjer, og dermed være en restriksjon på kapitalbevegelsene. Restriksjoner på kapitalbevegelsene kan opprettholdes der de er nødvendige for å ivareta tungtveiende allmenne hensyn, eksempelvis hensynet til kriminalitetsbekjempelse og hensynet til en effektiv skattekontroll.

De fleste forvaltere tilbyr en rekke tjenester knyttet til og avledet fra registreringen av den enkelte investors portefølje. Selve adgangen til å benytte seg av disse tjenestene berøres imidlertid ikke av reglene om forvalterregistrering, som bare berører muligheten til å la forvalteren stå registrert som eier i aksjeeierboken. Det er ikke åpenbart at alene det å fremstå i aksjeeierregisteret for andre kan karakteriseres som en «tjeneste» i EØS-rettslig forstand. Det dreier seg her om et lovkrav om at den som er reell eier skal fremstå som dette i et offentlig register. Det kan hevdes at dette må stå i samme stilling som andre krav til å stå registrert i ulike registre, for eksempel i et folkeregister eller i et bileierregister. Det forhold at dette registeret ikke gir anledning til å stå oppført med «stråmann», kan ikke ses på som en begrensning i adgangen til å benytte en «tjeneste» i EØS-rettslig

forstand. På den annen side viser rettspraksis at tjenestebegrepet favner svært vidt,¹ og det kan derfor ikke utelukkes at det å fremstå i aksjeeierregisteret for andre kan bli ansett som en tjeneste i relasjon til EØS-avtalen. Dersom dette anses som en tjeneste i EØS-rettslig forstand, vil den omstendighet at innenlandske aksjeeiere ikke kan la sitt aksjeinnhav i norske selskaper forvalterregistrere, medfører at disse rettslig sett er avskåret fra å etterspørre en tjeneste – det å fremstå som eier i aksjeeierregisteret – som lovlig kan ytes i forvalters hjemland, og forvalter er avskåret fra å tilby denne tjenesten til norske mottakere. EØS-avtalen art. 36 flg. forbyr restriksjoner på adgangen til å yte tjenester over landegrensene. Praksis fra EF-domstolen viser at disse reglene også innebærer en rett til å motta tjenester, jf. for så vidt forente saker 286/82 og 26/83, Luisi og Carbone, Sml. 1984 side 377. Saken gjaldt adgangen til å bringe med seg midler ut av landet til betaling for tjenesteytelser mottatt i utlandet, og skiller seg dermed fra situasjonen der en innenlandsk aksjeeier ønsker å benytte en utenlandsk forvalter i tilknytning til poster i norske aksjeselskaper. EF-domstolen har imidlertid senere, i sak C-243/01, Gambelli, dom 6. november 2003, slått fast at den frie utveksling av tjenesteytelser også innebærer en rett for den tjenesten er rettet til, til å benytte seg av tjenesten, jf. premissenes pkt. 54. I den konkrete saken fant derfor EF-domstolen at et straffesanksjonert forbud mot å delta i

spill og veddemål arrangert av godkjente spillarrangører i andre land utgjorde en restriksjon på adgangen til å yte tjenester over landegrensene. Forbudet, og straffesanksjoneringen av det, kunne derfor bare opprettholdes dersom det er nødvendig for å ivareta tungtveiende allmenne hensyn. I nødvendighetsvurderingen ligger det to elementer. For det første må tiltaket være egnet til å vareta de hensyn det skal beskytte. For det annet må det ikke gå lenger enn det som er nødvendig for å vareta hensynet. I tillegg følger det av rettspraksis at det må foretas en proporsjonalitetsvurdering der vekten av de hensyn som ivaretas avveies mot de innskrenkninger i den frie utveksling av tjenesteytelser tiltakene innebærer. Samtidig er det prinsipielt sett opp til medlemsstatene å bestemme beskyttelsesnivået. Rettstilstanden under EØS-avtalen er tilsvarende.

I den utstrekning det å fremstå som eier i aksjeeierregisteret for en annen er å anse som en tjeneste, synes det klart at begrensninger i adgangen for innenlandske eiere av norske aksjer til å la seg forvalterregistrere, er en restriksjon på adgangen til å yte tjenester over landegrensene. Denne begrensningen er imidlertid nødvendig for å ivareta tungtveiende allmenne hensyn, gitt det beskyttelsesnivå som er valgt, jf. gjennomgangen i kapittel 9 nedenfor. Dette medfører igjen at EØS-rettens negative krav til innholdet i norsk rett ikke legger merkbare føringer på vurderingen av spørsmålet om adgangen til å la seg forvalterregistrere bør omfatte også innenlandske aksjeeiere.

¹ Jf. Sejersted m.fl., EØS-rett, 2004 avsnitt 21.2.4.

Kapittel 7

Tidligere vurderinger knyttet til forvalterregistrering

Adgangen til forvalterregistrering ble som nevnt innført i 1985 i forbindelse med opprettelsen av Verdipapirsentralen, jf. aksjeloven 1976 § 3-14. Bestemmelsen ble videreført tilnærmet uendret i allmennaksjeloven § 4-10. En rekke lovutvalg har tidligere vurdert spørsmålet om forvalterregistrering som en mindre del av et større mandat. Forvalterregistrering, herunder forvalterregistrering for norske aksjeeiere, har imidlertid ikke tidligere vært gjenstand for en særskilt vurdering.

I 1983 nedsatte Finansdepartementet en arbeidsgruppe som skulle utrede juridiske og tekniske sider ved etablering av en verdipapirsentral i Norge. Arbeidsgruppen leverte sin utredning 22. juni 1984, hvor en overgang til et papirløst system for norske obligasjoner og aksjer som noteres på Oslo Børs ble foreslått. I utredningen ble blant annet adgangen til forvalterregistrering drøftet. På dette tidspunkt var det ingen lovfestet adgang til forvalterregistrering. Alle aksjonærer, også utlendinger, pliktet å registrere seg i aksjeeierregisteret under eget navn. Arbeidsgruppen konstaterte imidlertid at det i praksis ofte forekom at utenlandske aksjeeiere var registrert gjennom forvalter, og at et forvaltersystem således var etablert i praksis på tvers av aksjelovens regler. Blant annet på bakgrunn av dette foreslo arbeidsgruppen at det ble åpnet for en begrenset adgang til forvalterregistrering for utenlandske aksjeeiere. Det ble også foreslått at det ikke skulle kunne utøves stemmerett for forvalterregistrerte aksjer. Begrunnelsen for forslaget fremkommer i arbeidsgruppens utredning side 71 flg.:

«Et krav om at den virkelige aksjeeier skal innføres i aksjeboken kan begrunnes ut fra at selskapet skal kunne vite hvem som er dets aksjonærer, og at andre aksjonærer skal kunne vite hvem de andre deltagerne er og hvor stor andel disse har. Selskapets ledelse og andre aksjonærer skal ikke risikere at en stor og inntil da ukjent aksjonær dukker opp på generalforsamlingen med stor og kanskje dominerende innflytelse. Offentligheten kan også ha behov for å vite hvem som sitter med store aksjeposter og dermed makten i selskaper av stor samfunns-

messig betydning. I tillegg kommer behovet for kontroll i forbindelse med beskatning.

Skal dette kravet opprettholdes overfor utenlandske aksjonærer også etter etablering av Verdipapirsentralen, forutsetter det enten at alle utenlandske aksjonærer oppretter konto i en norsk kontoførende institusjon, eller at også utenlandske banker og meglere tillates å være kontoførende institusjon i den norske Verdipapirsentralen. Et krav om at alle utenlandske investorer i norske aksjer skal ha konto hos en norsk kontoførende institusjon kan synes lite praktisk, og kan bidra til å hemme omsetningen av norske aksjer i utlandet. Det kan også tenkes at bestemmelsene kan støte mot forbud i andre lands lover mot at deres valutainnlendinger oppretter konti i utenlandske banker, tilsvarende de bestemmelser som finnes i de norske valutabestemmelsene.

Det knytter seg også betenkeligheter til å la utenlandske banker og meglere være kontoførende institusjon i Verdipapirsentralen, da disse ikke vil stå under samme tilsyn som norske banker, obligasjonsutstedere og meglere. Som utenlandsk bank regnes i denne sammenheng ikke filial eller datterbank av utenlandsk bank etablert i Norge. - For norske aksjonærer foreslås ikke en tilsvarende adgang til forvalterregistrering. Her vil det praktiske behov for slik registrering bli mindre etter etablering av Verdipapirsentralen, da oppdatering av aksjeboken vil skje automatisk. Nettopp hensynet til å begrense antallet av registreringer i aksjeboken har tidligere vært et tungtveiende argument for forvalterregistrering, se drøftelsen i prop. 1970:99, s. 63-66.»

Proposisjonen gjengir ingen innvendinger mot å åpne for forvalterregistrering av aksjer eid av utlendinger. Flere av høringsinstansene tok til orde for å utvide adgangen til å gjelde alle utenlandsk eide aksjer i norske selskaper. Departementet var enig med arbeidsgruppen i at det særlig for utenlandske aksjeeiere som erverver aksjene på utenlandsk fondsbørs var et behov for forvalterregistrering. Når det gjaldt forslaget om å utvide ordningen med forvalterregistrering til også å gjelde for utenlandske aksjeeiere av aksjer som er notert på norsk børs var departementet enig i at de argu-

menter som var anført kunne tale for en slik adgang, men at en generell lovfestet adgang til forvalterregistrering for utenlandske aksjeeiere burde eventuelt vurderes når man har vunnet erfaring med verdipapirsentralsystemet. Departementet sluttet seg i Ot.prp. nr. 84 (1984-85) side 33-34 til arbeidsgruppens vurdering om at det ikke skulle kunne utøves stemmerett for forvalterregistrerte aksjer. På denne bakgrunn ble det lovfestet en adgang i aksjeloven 1976 for utenlandske investorer til å forvalterregistrere aksjer som var registrert i Verdipapirsentralen og notert på utenlandsk fondsbørs.

I 1992 ble det nedsatt et utvalg som skulle se på behovet for revisjon av aksjeloven. Utvalget avga sin innstilling i NOU 1992: 29 Lov om aksjeselskaper. I denne innstillingen ble en utvidelse av adgangen til forvalterregistrering drøftet. Aksjelovgruppen kom til at det i denne omgang ville føre for langt å innføre en generell adgang til forvalterregistrering. Aksjelovgruppen utelukket ikke at dette på sikt kunne være den mest hensiktsmessige ordningen, men det ble lagt avgjørende vekt på at det i forbindelse med gruppens generelle gjennomgang av aksjeloven ikke hadde vært anledning til å utrede spørsmålet så grundig som dets viktighet tilsa. Det vises til lovutvalgets tilrådning i NOU 1992: 29 side 99 flg.:

«Etter gjeldende lov kan forvalterregistrering skje i to grupper av tilfeller: (1) for aksjer tilhørende utenlandske aksjeeiere, dersom aksjene er registrert i Verdipapirsentralen og notert på utenlandsk fondsbørs, og (2) for aksjer tilhørende utenlandske aksjeeiere i andre tilfeller, dersom Kongen samtykker i forvalterregistrering.

Når aksjer er notert på utenlandsk fondsbørs, er det etter gruppens syn et generelt behov for å kunne operere med forvalterordninger - også i tilfeller der aksjeeierne er norske. Siden kriteriet "utenlandske aksjeeiere" dessuten har vist seg vanskelig å håndheve i praksis, foreslår gruppen at dette vilkåret sløyfes i tilfeller der aksjene er notert på utenlandsk fondsbørs. Samtidig foreslås kriteriet registrering i Verdipapirsentralen i gjeldende lov erstatet med vilkåret offentlig aksjeselskap. Det sentrale virkeområde for forvalterregistreringsordningen er etter dette tilfeller der aksjer i et offentlig aksjeselskap er notert på utenlandsk fondsbørs, jf første ledd første punktum.

De omtalte innvendinger mot vilkåret "utenlandske aksjeeiere" gjør seg gjeldende også i forhold til det annet alternativ i gjeldende lov. Gruppen har imidlertid ikke vært i stand til å komme frem til et mer hensiktsmessig krite-

rium. Alternativene er da enten å sløyfe denne del av bestemmelsen, å beholde dagens regel, eller å fjerne alle referanser til utlandet slik at adgangen til forvalterregistrering blir helt generell.

Aksjelovgruppen har fått opplyst at adgangen til å samtykke i forvalterregistrering i gruppe 2-tilfellene i noen grad er benyttet i praksis. Også denne del av bestemmelsen synes derfor å dekke et visst praktisk behov, slik at det kan virke uheldig å begrense adgangen til forvalterregistrering i forhold til gjeldende lov.

På den annen side vil det etter gruppens syn i denne omgang føre for langt å innføre en generell adgang til forvalterregistrering. Selv om Aksjelovgruppen ikke vil utelukke at dette på sikt kan være den mest hensiktsmessige ordningen, har det i forbindelse med gruppens generelle gjennomgang av aksjeloven ikke vært anledning til å utrede spørsmålet så grundig som dets viktighet tilsier. Siden det åpenbart knytter seg betenkeligheter til en slik ordning, har gruppen funnet det riktig å la spørsmålet ligge i denne omgang.

Aksjelovgruppen er etter dette blitt stående ved at gjeldende § 3-14 første ledd annet punktum bør videreføres tilnærmet uendret i utkastet, se første ledd annet punktum. I bestemmelsen er det imidlertid føyet til et vilkår om at samtykke til forvalterregistrering for utenlandske aksjeeiere bare kan skje for aksjer i offentlige aksjeselskaper. Dette beror på at det særlig er i disse tilfellene det vil være behov for ordningen.»

De fleste av høringsinstansene var enig i at adgangen til forvalterregistrering burde endres i tråd med aksjegruppens innstilling, og flere mente at det var grunn til å se nærmere på reglene om forvalterregistrering i alminnelighet.

I Ot.prp. nr. 36 (1993-94) side 180 uttalte Justisdepartementet at det kunne være grunn til å se nærmere på reglene om forvalterregistrering, men viste til at ordningen reiser kompliserte spørsmål som mest hensiktsmessig burde gjøres til gjenstand for en egen utredning. Finansdepartementet varslet en gjennomgang av reglene om forvalterregistrering, og at departementet eventuelt ville fremme en proposisjon med forslag om lovendringer ved en senere anledning. Departementet valgte derfor å videreføre bestemmelsen fra den eksisterende loven uforandret.

Proposisjonen om lov om aksjeselskap ble imidlertid sendt tilbake til regjeringen fordi Stortinget ønsket et nytt forslag som var oppdatert i forhold til EØS-avtalen, og som var delt i to lover. Regjeringen satte på bakgrunn av dette ned et nytt

utvalg som skulle avgi en innstilling i tråd med Stortingets ønsker. Utvalget fremmet sin innstilling i NOU 1996: 3 Ny aksjelovgivning.

Under vurderingen av spørsmålet om forvalterregistrering i NOU 1996: 3 viser dette utvalget til aksjegruppens innstilling som det i hovedsak slutter seg til. Vedrørende spørsmålet om utvidelse av adgangen til forvalterregistrering uttales på side 77:

«Utvalget antar at adgangen til å utvide adgangen til forvalterregistrering først og fremst vil være aktuelt i forhold til aksjer som er notert på norsk børs og som tilhører utenlandske aksjeeiere. Prinsipielt står spørsmålet om forvalterregistrering i slike tilfelle i samme stilling som når norske aksjer er notert på utenlandsk børs, bl a fordi det normalt bare vil være selskaper som allerede er notert på norsk børs som det her dreier seg om. Virkningen av dagens ordning vil derfor lett kunne bli at omsetning av aksjer i slike selskaper som foretas av utlendinger, rent faktisk kommer til å bli kanalisert til utenlandsk børs. Dette må antas å være en utilsiktet virkning av de begrensninger som nå gjelder for forvalterregistrering av norske aksjer. Utvalget antar derfor at det spørsmål som er her reist, bør søkes avklart forholdsvis snart. Forvalterregistreringen av aksjer som eies av utlendinger, har etter hvert funnet sin form. En antar derfor at spørsmålet om rekkevidden av ordningen bør kunne avklares gjennom forskrift vedrørende omsetning av aksjer notert på børsen her i riket. Den nødvendige forskriftshjemmel er videreført i utkastet § 3-8 (asal § 3-8)»

Utvalget fremsatte etter dette et forslag om endring av den eksisterende forvalterregistreringsbestemmelsen. I tillegg til noen redaksjonelle endringer ble det fremsatt forslag om at Kongen kunne samtykke til forvalterregistrering av andre aksjer som er notert på norsk børs og som tilhører utenlandske aksjeeiere. Dette representerte i realiteten en innstramning i forhold til den daværende bestemmelse ettersom den ikke tidligere satte som vilkår for godkjennelse at aksjene var notert på børs.

Under høringen ga flere høringsinstanser uttrykk for at eksisterende forvalterregistreringsadgang var utilfredsstillende og at reglene burde vurderes på nytt.¹ Med henvisning til Ot.prp. nr. 36 (1993-94) sa Justisdepartementet seg enig i dette, men besluttet i samråd med Finansdepartementet å videreføre bestemmelsen uendret for å komme tilbake med eventuelle forslag om lovendring ved

en senere anledning. Departementet foreslo på denne bakgrunn bare enkelte rent lovtekniske endringer i forhold til tilsvarende bestemmelse i aksjeloven 1976, men presiserte at dette ikke betydde at departementet gikk imot utvalgets forslag. Adgangen til forvalterregistrering av aksjer for utenlandske aksjeeiere ble inntatt som § 4-10 i allmennaksjeloven. Med unntak av bestemmelsens første ledd siste setning som ble tilført i forbindelse med fastsettelsen av verdipapirregisterloven², er den opprinnelige bestemmelsen i tråd med dagens bestemmelse om forvalterregistrering av aksjer.

Spørsmålet om forvalterregistrering ble senere vurdert i forbindelse med arbeidet med verdipapirregisterloven. Verdipapirsentrallovutvalget som i NOU 2000: 10 «Lov om registrering av finansielle instrumenter» avga sin innstilling til verdipapirregisterloven, vurderte imidlertid ikke spørsmålet om innlendingers adgang til forvalterregistrering av aksjer da dette etter en uttrykkelig presisering fra Finansdepartementet ikke var omfattet av utvalgets mandat. Verdipapirsentrallovutvalget la derfor til grunn at når det gjaldt aksjer var det bare spørsmålet om forvalterregistrering for utenlandske aksjonærer som skulle vurderes. Utvalget foretok likevel en generell gjennomgang av ulike hensyn som taler for og imot forvalterregistrering. Det vises til drøftelsene i NOU 2000: 10 side 92-93:

«De fleste finner det byrdefullt å orientere seg i et fremmed marked og et fremmed rettssystem. Utlendinger har dessuten lite kjennskap til hvordan registrering av finansielle instrumenter skjer i Norge. For dem har det dermed stor verdi å kunne overlate de praktiske forholdene knyttet til investeringer i norske finansielle instrumenter til en forvalter. Forvalteren vil bl.a. sikre at investoren får utbetalinger på de finansielle instrumentene og kan delta i aksjemisjoner. Utvalget antar også at det har egenverdi for mange utenlandske investorer å benytte seg av det systemet de kjenner fra sitt hjemland, dvs. forvalterregistrering. Forvalterregistrering vil dessuten gi større anonymitet, hvilket mange investorer anser positivt, idet den norske offentlighet om eierskap er mer omfattende enn hva som er vanlig internasjonalt.

Forvalterregistrering kan bidra til at investorer som har finansielle instrumenter registrert i flere registre på en enkel måte får oversikt over sin totale portefølje. Forvalterregistrering kan særlig være fordelaktig hvis investor har investeringer i flere nasjonale mar-

¹ Se Ot.prp. nr. 23 (1996-97) side 100.

² Se Ot. prp. nr. 39 (2001-2002).

keder. Store forvaltere har som regel et globalt nettverk som gjør at investor kan forholde seg til samme forvalter uansett hva slags investeringer han gjør eller hvor han investerer. Investor unngår dermed å måtte forholde seg til en rekke forskjellige verdipapirregistre. Det har de siste årene blitt betydelig mer vanlig at selv mindre investorer fordeler sine midler globalt, og det er derfor et økende antall investorer som kan dra fordeler av forvalterregistrering.»

Videre peker utvalget i utredningen side 93 på generelle ulemper knyttet til forvalterregistrering, og uttaler:

«Et problem med forvalterregistrering er at ordningen gjør det vanskeligere å få oversikt over de reelle eierforholdene i norsk næringsliv. Forvalterregistrering vil også innebære problemer for ulike kontrollmyndigheter. Forvalterregistrering vanskeliggjør for det første Kredittilsynets tilsynsoppgaver. Særlig nevnes oppgaver knyttet til kontroll med innsidehandel og markedsmanipulasjon, samt oppgaver knyttet til kontroll med verdipapirforetakene og andre foretak som står under tilsyn. Kredittilsynets og påtalemyndighetens arbeid med å bekjempe hvitvasking av penger blir vanskeliggjort. Også Oslo Børs» mulighet til effektiv markedsovervåking, f.eks. overvåking av overholdelsen av tilbuds-, flagge-, og meldepliktreglene, reduseres. Disse forhold kan ha betydning for tilliten til det norske verdipapirmarkedet. Videre vil også skattemyndighetenes kontroll bli vanskeliggjort. Endelig blir det vanskeligere for namsmyndighetene å få oversikt over debtors eiendeler og få tatt utlegg og arrest i formuesgoder, noe som igjen vil kunne ramme kreditorer. Imidlertid vil tilsynsmyndigheten til en viss grad kunne avhjelpe disse problemene ved hjelp av de konsesjonskrav som stilles til forvalterne.

Grunnen til at kontrollen blir vanskeligere er at myndighetene må henvende seg til hver enkelt forvalter for å få opplysninger om de reelle eierforholdene, i stedet for å henvende seg til verdipapirregisteret. Å innhente opplysningene fra forvalter tar ofte både tid og krever andre ressurser. Tidsfaktoren kan, særlig for Kredittilsynets og påtalemyndighetens oppgaver, være vesentlig. Det har dessuten vist seg at mange forvaltere har problemer med å sikre at de til enhver tid har oversikt over de reelle eierne. Grunnen til dette er at investorene ofte er forvalterregistrert i flere ledd, og at eierskifte i mange tilfelle skjer mellom investorer registrert hos den samme underforvalteren. Ved eierskifte ved forvalterregistrering i flere ledd hender det at den forvalteren som er regis-

trert i verdipapirregisteret ikke får vite om eierskiftet.»

Et samlet utvalg gikk inn for at utenlandske investorers innehav av finansielle instrumenter skal kunne forvalterregistreres, uavhengig av om det gjelder aksjer, obligasjoner eller andre instrumenter.

Når det gjelder forvalterregistrering av aksjer spesielt, legger utvalget til grunn i utredningen side 94:

«at forvalterregistrering av aksjer dekker et reelt behov for utenlandske investorer. Som nevnt opplever de fleste investorer det tyngende å orientere seg i fremmede markeder og rettssystemer. Det har dermed praktiske fordeler å overlate arbeidet knyttet til investeringer i norske aksjer til en forvalter som besitter kunnskap og erfaring om det norske verdipapirmarkedet og om norsk verdipapirlovgivning. Utvalget antar at et forbud mot forvalterregistrering av aksjer eiet av utlendinger vil kunne medføre redusert interesse for det norske aksjemarkedet, og dermed redusert likviditet i markedet. Utvalget er enig i de tidligere utredninger når det er lagt til grunn at tilførsel av utenlandsk kapital til det norske aksjemarkedet er så viktig at grunnprinsippet om at reell eier må fremgå av verdipapirregisteret må vike. Utvalget foreslår dermed å videreføre regler som gir utenlandske aksjonærer adgang til å benytte forvalterregistrering.»

Utvalget uttaler videre i NOU 2000: 10 side 94 at adgangen til forvalterregistrering av aksjer for utenlandske aksjeeiere skal gjelde for alle aksjer i allmennaksjeselskap, uavhengig av om selskapet er notert på norsk eller utenlandsk børs:

«Utvalget bemerker at behovet for utenlandsk kapital er minst like fremtredende for allmennaksjeselskap hvis aksjer kun er notert på norsk børs, og for allmennaksjeselskap som ikke er børsnotert overhodet. De samme reelle hensyn gjør seg dermed gjeldende for alle disse selskapene. Utvalget bemerker også at det er prinsipielt uheldig med en hovedregel som kan innebære et konkurransefortrinn for utenlandske børsere på bekostning av norsk børs. Utvalget foreslår på denne bakgrunn at adgangen til forvalterregistrering skal gjelde for alle aksjer i allmennaksjeselskap.

For så vidt gjelder aksjeselskaper minner utvalget om at rettstilstanden er usikker. Utvalget viser til at også aksjeselskaper kan ha behov for tilførsel av utenlandsk kapital. De samme hensynene som for allmennaksjeselskap gjør seg således gjeldende for aksjeselskap som velger å la seg registrere i et verdipa-

pirregister. Utvalget antar imidlertid at det i langt flere aksjeselskap enn allmennaksjeselskap vil være et ønske om å avskjære forvalterregistrering. Ofte vil hensynet til likviditeten i aksjene være underordnet i forhold til aksjonærens identitet. Utvalget finner at adgangen til forvalterregistrering av aksjer i aksjeselskap ikke bør være generell, men at selskapet bør kunne velge at aksjene kan forvalterregistreres.»

Finansdepartementet sluttet seg i Ot.prp. nr. 39 (2001-2002) til dette. Departementet la betydelig vekt på at utenlandske investorer har stor betydning for likviditeten i det norske finansmarkedet, og at de bidrar med viktig risikokapital til norsk næringsliv.³ Departementet uttalte videre at de tyngste mothensynene gjør seg gjeldende i forhold til forvalterregistrering av aksjer for norske investorer, men at dette spørsmålet burde utredes nærmere før en eventuelt finner det hensiktsmessig å fremme forslag til lovendring på dette punkt. På denne bakgrunn ble det ikke foreslått endringer i norske investorers adgang til å forvalterregistrere sitt aksjeinnehav. Finanskomiteens flertall sluttet seg til departementets vurdering i Innst. O. nr. 47 (2001-2002) punkt 8.1.2, der det blant annet uttales:

«Flertallet, alle unntatt medlemmene fra Arbeiderpartiet, Sosialistisk Venstreparti, Senterpartiet og Kystpartiet, er videre enig med departementet i at forvalterregistrering av aksjer for norske investorer bør utredes nærmere. Flertallet vil imidlertid vise til departementets prinsipielle utgangspunkt om at det ikke bør opprettholdes et skille mellom norske og utenlandske investorers adgang til forvalterregistrering, et syn flertallet deler. Det bør derfor foreligge tungtveiende grunner mot forvalterregistrering av aksjer for norske investorer for at det ikke skal åpnes for dette.

Finner departementet at det foreligger tungtveiende grunner imot, mener komiteens flertall, alle unntatt medlemmene fra Fremskrittspartiet, at departementet bør overveie å innføre et forbud mot all forvalterregistrering slik at det blir like rammevilkår.»

Gjennom verdipapirregisterloven er det forøvrig åpnet for forvalterregistrering i verdipapirregister av ihendehaverobligasjoner og derivater. Samtidig ble det vedtatt en endring i verdipapirfondloven som åpner for forvalterregistrering i verdipapirfonds andelseierregistre.⁴

³ Se Ot. prp. nr. 39 (2001-2002) side 77.

⁴ Endringene er nærmere omtalt i NOU 2000: 10 side 92 flg. og Ot.prp. nr. 39 (2001-2002) kapittel 9.

Kapittel 8

Bakgrunnen for særlig behandling av utenlandske aksjonærer

Utenlandske aksjeeieres adgang til å la seg forvalterregistrere er begrunnet dels i historiske og dels praktiske årsaker. Adgangen til forvalterregistrering ble som nevnt første gang lovregulert i 1985 i forbindelse med opprettelsen av Verdipapirsentralen. Denne lovreguleringen av forvalterregistrering for utenlandske aksjeeiere innebar en legalisering av den praksis som hadde etablert seg på tvers av aksjelovens regler, som før denne lovendringen stilte krav om at alle aksjonærer pliktet å registrere seg i aksjeeierregisteret i eget navn. I de fleste sammenlignbare land er registreringssystemene for finansielle instrumenter bygget på forvalterregistrering, hvor det er forvalteren som er registrert i verdipapirregistrene og den reelle eieren fremgår av vedkommende forvalters depot eller elektroniske register.

Årsaken til at de fleste andre land har et forvalterregistreringssystem for aksjer er historisk og praktisk betinget fra tidligere hvor aksjer utelukkende var representert ved fysiske aksjebrev. Forvalterregistrering lettet handelen fordi det da ikke var nødvendig med overlevering av de aktuelle aksjebrevene fra selger til kjøper. Tilsvarende ved pantsettelse. Selv om de fleste systemer i dag er utviklet til å håndtere registrering på investornivå, har svært mange land valgt å beholde forvalterregistreringssystemet. I mange av disse landene kan imidlertid investor velge mellom å være registrert

i eget navn eller i en forvalters navn. At forvalterregistrering er det registreringssystemet utenlandske investorer er kjent med og benytter i andre markeder, ble lagt vekt på da Justisdepartementet valgte å tillate forvalterregistrering bare for utenlandske aksjeeiere.¹ Departementet fant at kravet om at aksjeeier skulle være registrert ved navn var vanskelig å gjennomføre i praksis, og at et slikt krav kan bidra til å hemme omsetningen av norske aksjer i utlandet. Frykten for at utenlandske investorer skulle velge å ikke investere i det norske aksjemarkedet dersom de måtte opprette egen konto i Verdipapirsentralen ASA, tilsa at utenlandske aksjeeiere ble gitt adgang til å forvalterregistrere sitt aksjeinnehav. Forskjellen mellom norske og utenlandske aksjeeieres adgang til å la sitt aksjeinnehav forvalterregistreres, har blitt videreført gjennom senere lovrevisjoner. Spørsmålet om norske aksjeeieres forvalterregistreringsadgang har som nevnt ikke vært omfattet av tidligere lovutvalgs mandat.

Utvalget er dessuten kjent med at utenlandsk lovgivning i minst et tilfelle pålegger investorer som er underlagt lovgivningen å la seg registreres via en forvalter.²

¹ Jf. Ot.prp. nr. 84 (1984-85) side 33.

² Code of Federal Regulations Pertaining to U.S. Department of Labor title 29 chapter XXV, section 2550.404b-1.

Kapittel 9

Utvalgets vurderinger

9.1 Oversikt over hovedargumenter knyttet til forvalterregistrering av innenlandske investorers aksjer i norske selskaper

I vurderingen av hvorvidt det skal åpnes for forvalterregistrering av aksjer for norske investorer, har kartlegging av markedsaktørenes behov vært et av de sentrale utgangspunktene for *utvalget*. *Utvalget* har derfor intervjuet et utvalg av markedets aktører om spørsmålet hvorvidt forvalterregistrering bør tillates eller ikke. Representanter fra både private og institusjonelle investorer, samt utstederselskap og forvaltere har presentert sitt syn overfor *utvalget*. *Utvalgets* inntrykk er at de ulike aktørene har nokså sammenfallende synspunkter avhengig av hvilken aktørgruppe de tilhører. Aktørene har fremhevet hensynet til likebehandling med norske og utenlandske aktører. Likebehandlingshensynet tilsier at investorene får operere under de samme vilkårene uavhengig av nasjonalitet, også når det gjelder muligheten til å forvalterregistrere aksjer. Hensynet til likebehandling er med andre ord et overordnet og sammensatt hensyn som spiller inn ved vurderingen av de ulike argumentene som taler for eller imot forvalterregistrering.

Profesjonelle private investorer har overfor *utvalget* fremholdt ønsket om å ha den samme muligheten som utenlandske investorer med hensyn til å trekke vekslers på de fordeler forvalterregistrering kan medføre. I denne sammenheng har bruken av forvalterregistrering som et verktøy for å skjule transaksjoner for allmennheten i en periode blitt fremhevet. Synspunktet er at man med anonymitet i transaksjonsfasen unngår at kursen påvirkes av kunnskap i markedet om hvem som står bak transaksjonene. Dette ønsket om anonymitet gjelder ved oppkjøp og nedsalg i mindre selskaper. Disse investorene har imidlertid også fremholdt behovet for oppdatert oversikt over aksjonærmassen i selskap de investerer i, blant annet for effektivt å kunne utøve et aktivt eierskap. Dette vanskeliggjøres dersom det blir mer utstrakt bruk av forvalterregistrering.

Også de spurte institusjonelle investorene fremhever forvalterregistrering som et verktøy for

å kunne skjule seg for offentligheten en periode. På samme måte som de private, begrunner de institusjonelle investorene ønsket om anonymitet i hensynet til likebehandling mellom innenlandske og utenlandske investorer. De institusjonelle investorene *utvalget* har intervjuet, synes imidlertid prinsipielt å mene at reell eier bør være registrert i aksjeeierregisteret, særlig fordi dette fremheves som viktig for å skaffe seg informasjon om andre aksjonærer.

Det presiseres at ingen av de investorene *utvalget* har intervjuet, har hatt prinsipielle innvendinger mot åpenhet omkring eierforhold til aksjer. Det har heller ikke vært noen som har uttrykt noe ønske om å kunne være anonym i forhold til utstederselskapet. Flere har dessuten fremhevet viktigheten av at de opplysninger som er nødvendige for et effektivt tilsynsarbeid og en effektiv markeds- overvåkning, er lett tilgjengelig for tilsynsmyndigheten. Ut ifra de tilbakemeldinger *utvalget* har fått er det utelukkende den korte tiden det går fra handel til offentliggjøring, og den faktiske forskjellen mellom innenlandske og utenlandske investorer på dette punkt, som har begrunnet ønsket om mulighet til å la seg forvalterregistrere.

De utstederselskapene *utvalget* har vært i kontakt med har vært skeptiske til forvalterregistrering, og har særlig fremholdt behovet for fullt innsyn for å ha løpende oversikt over selskapets eiere. I tillegg er det pekt på praktiske utfordringer knyttet til utøvelse av aksjonærrettigheter for forvalterregistrerte aksjer. Selskapene mener i utgangspunktet at også utenlandske aksjonærer bør være direkteregistrert. Dagens skille mellom utenlandske og innenlandske aksjeeiere foretrekkes, fordi et krav om direkteregistrering også for utlendingene kan medføre at investeringer i norske selskaper blir mindre attraktivt for denne investorgruppen.

Tall fra VPS viser at målt i verdi er om lag 55 prosent av utenlandske aksjeeiere forvalterregistrert i norske selskaper. Det er med andre ord store verdier i norske selskaper som kommer fra utlendinger som har valgt å være direkteregistrert.

Samtlige av de spurte investorene har uttalt at behovet for serviceordninger en forvalter normalt

kan tilby, alt er tilstrekkelig dekket gjennom kontofører. Et hensyn som har vært nevnt til inntekt for forvalterregistrering, har vært fordelene ved å kunne samle alle sine verdipapirer, både utenlandske og norske, hos en og samme forvalter. Videre har samtlige av de spurte markedsaktørene fremhevet viktigheten av at tilsynsmyndigheten til enhver tid har fullt innsyn, og at hensynet til at det offentlige tilsyn med verdipapirmarked ikke svekkes, er viktigere enn de hensyn som eventuelt taler for å gi innenlandske aksjeeiere anledning til forvalterregistrering. Det er *utvalgets* klare inntrykk at det ikke er forvalterregistreringen som en registreringsordning og de servicefunksjoner dette medfører, som i seg selv er interessant. Forvalterregistrering fremstår som attraktivt for innenlandske investorer fordi denne registreringsordningen gjør det mulig for investor å holde seg skjult for offentligheten en periode fremfor å fremgå av aksjeeierregisteret umiddelbart etter at en transaksjon er gjennomført.

De ulike aktørenes synspunkter er forøvrig reflektert i vurderingene i det følgende.

9.2 Virkninger i markedet av åpenheten om eierforholdene og «anonymitetseffekten» av forvalterregistrering

Dagens åpenhet om aksjeeierregisteret og direkteregistrering av aksjeeierne innebærer at offentligheten relativt raskt kan få informasjon om investorers kjøp og salg av aksjer. Se nærmere omtale i kapittel 9.9 nedenfor. Denne åpenheten har virkninger i markedet som er kommentert av investorene *utvalget* har snakket med. Disse investorene har påpekt at når markedet fra dag til dag kan følge en investors oppkjøp eller nedsalg i en aksje, kan dette påvirke prisen på aksjen. Et eksempel er at prisen på en aksje kan presses opp når markedet får kunnskap om at en stor institusjonell investor er i ferd med å kjøpe seg opp i selskapet. Er denne investoren norsk, vil aksjekjøpet normalt fremkomme i aksjeeierregisteret allerede tre dager etter at handelen er gjennomført. Dette selv om ikke noen flaggegrense passerer. Dersom markedet forventer at investoren vil kjøpe seg videre opp, for eksempel fordi det er en uttalt eller kjent strategi at vedkommende investor skal opp i en minste eierandel i de selskapene det investeres i, kan dette medføre at aksjekursen øker på grunn av økt etterspørsel i markedet. Likeledes kan aksjekursen gå ned når det blir kjent at en slik investor er i ferd med å selge seg ut. Dette er fra denne investorens

side å anse som en ulempe, fordi disse markedsmekanismene kan ha negativ effekt på det økonomiske resultatet av vedkommendes disposisjoner. Denne ulempen kan utenlandske investorer beskytte seg mot gjennom å la seg forvalterregistrere, så lenge flaggegrensene ikke passerer. En forvalterregistrert aksjonær kan således sies å nyte godt av en «anonymitetseffekt» av forvalterregistreringen.

Utvalget bemerker at anonymitetseffekten kan oppnås også på andre måter enn gjennom forvalterregistrering. Eksempelvis benyttes i praksis ofte derivater i den hensikt å kunne opptre anonymt i markedet. Flaggeplikten gjelder som nevnt i kapittel 4.3 også ved erverv av rettigheter til aksjer, for eksempel ved erverv av kjøpsopsjon med aksjer som underliggende. Dette medfører at bruk av derivater i en oppkjøpsituasjon, ikke gir investor større anonymitet enn den anonymitet forvalterregistrering medfører. Det nevnes at slike virkemidler har et kostnadselement for investor.

I undersøkelsene *utvalget* har foretatt har det fremkommet synspunkter om at aksjeeierregisterets offentlighet kan være en ulempe i forhold til innenlandske investorers utlån av aksjer. Bakgrunnen for dette er at slike utlån fremkommer som et ordinært eierskifte i aksjeeierregisteret. Selskapet og offentligheten får således ikke informasjon om at overdragelsen kun er et lån og at vedkommende aksjonær ikke har solgt den overdratte aksjeposten. Aksjeeierregisteret gir i slike tilfeller ikke hele bildet av transaksjonen som har medført endringen i aksjeeierregisteret, og dette kan medføre at markedet reagerer annerledes enn om det hadde vært kjent at overdragelsen var et lån. Etter *utvalgets* mening er det imidlertid ikke særskilt for aksjeutlån at aksjeeierregisteret ikke viser det komplette bildet av de reelle eierforholdene til aksjene i et selskap. Også i tilfeller hvor aksjene overdras i sikringsøyemed eller hvor aksjene kontrolleres via opsjoner eller lignende, gir aksjeeierregisteret ufullstendig informasjon om rettigheter knyttet til aksjene i selskapet. Etter *utvalgets* oppfatning kan ikke hensynet til utlån av aksjer tillegges en slik vekt at det bør utformes særlige regler om dette. *Utvalget* viser til at eventuelle ulemper innsynet i aksjeeierregisteret innebærer i forhold til utlån av aksjer, kan avhjelpes innenfor gjeldende lovgivning. Eksempelvis ved melding til selskapet eller gjennom annen informasjon til markedet.

Forskjellsbehandlingen av utenlandske og innenlandske aksjonærer knytter seg først og fremst til at de utenlandske kan nyte godt av den «anonymitetseffekten» som følger av forvalterregistrering, mens de innenlandske ikke har denne mulig-

heten. Hva denne forskjellsbehandlingen av innenlandske og utenlandske aksjonærer nærmere innebærer, vil bli behandlet i punkt 9.10 nedenfor. *Utvalget* vil likevel her bemerke at det virker sannsynlig at prisen på en aksje i visse tilfeller kan påvirkes av at markedet får kjennskap til hvem som står bak en transaksjon. *Utvalget* kjenner imidlertid ikke til noen empirisk undersøkelse som dokumenterer en slik sammenheng. Er det tale om en lite likvid aksje er det mer trolig at slike opplysninger vil kunne ha betydning enn der det er tale om svært likvide aksjer. Uavhengig av hvordan dette forholder seg, mener *utvalget* at god informasjonstilgang er et gode for aksjemarkedet. *Utvalget* mener derfor at informasjon om eierskapet i selskaper må ses på en slik bakgrunn. Det forhold at åpenhet rundt større investorers transaksjoner kan ha en markedseffekt, er derfor etter *utvalgets* syn ikke et forhold som tilsier at det er behov for et mer begrenset innsyn.

Utvalget vil dessuten vise til at flaggepliktsreglene uansett reduserer den eventuelle praktiske betydningen av at opplysninger om aksjeinnehav er tilgjengelig gjennom aksjeeierregisteret når det gjelder noterte aksjer. Flaggepliktsreglene sikrer at verdipapirmarkedet uavhengig av tilgjengeligheten av aksjeeierboken/aksjeeierregisteret, får informasjon om erverv og avhendelse av strategisk viktige aksjeposter. *Utvalget* viser i den forbindelse til at gjennomføringen av direktiv 2004/109/EF (direktiv om periodisk og løpende rapportering), vil kunne medføre innføring av flere terskler for flaggeplikt (for eksempel 15 prosent og 25 prosent), jf. omtale i kapittel 4.3 ovenfor. Dette vil ytterligere redusere eventuelle anonymitetsfordeler forvalterregistrering kan medføre for utlendingene i forhold til innlendingene.

I tillegg til markedseffekten, kan det også foreligge andre grunner bak et ønske om å holde sitt aksjeinnehav skjult for omverden. Eksempelvis kan enkeltpersoner finne det ubehagelig å få eksponert opplysninger om sin formue og sine formuesplasseringer gjennom det offentlige innsynet i aksjeeierregisteret, og særlig i den grad dette måtte føre til uønsket medieomtale. Etter *utvalgets* mening må imidlertid de hensyn som taler for offentligheten av aksjeeierboken/aksjeeierregisteret, og som er drøftet i kapittel 9.9 nedenfor, veie tyngre enn den enkeltes ønske om å være anonym. *Utvalget* viser i denne sammenheng også til vurderingene i Ot. prp. nr. 19 (1974-75) side 48 som lå til grunn for regelen om aksjebokens offentlighet:

«Etter departementets mening har aksjeeierne ikke krav på konfidensiell behandling og for så

vidt er det ikke grunn til å beskytte aksjebokens innhold.»

Utvalget finner likevel grunn til å peke på at det siden 1975 har vært en teknologisk utvikling som har økt mulighetene for å sammenstille eierregistre fra mange selskaper, og på den måten kunne fremskaffe nokså omfattende oversikter over privatpersoners aksjeformue. Slike sammenstillinger kan, om det skjer i stort omfang, reise nye problemstillinger i forhold til ovennevnte vurdering fra 1975. Det nevnes at en slik elektronisk sammenstilling av opplysninger fra ulike aksjeeierregistre vil omfattes av personopplysningslovens regler for så vidt angår opplysninger om privatpersoner, og at det dermed allerede etter gjeldende rett er begrenset adgang til å foreta slike sammenstillinger ved hjelp av elektroniske medier.

Hovedbegrunnelsen for offentlighetens innsyn i aksjeeierregisteret er behovet for åpenhet rundt eier- og maktforholdene i aksjeselskapene. Når det gjelder eierskapet til aksjeposter som er så små at de i realiteten ikke har noen innflytelse i selskapet, har denne begrunnelsen mindre relevans. For slike investorer har aksjeinnehavet karakter av finansiell sparing på linje med sparing i fondsandeler eller på bankkonto. De to sistnevnte er som kjent spareformer som offentligheten ikke har innsyn i. På denne bakgrunn har *utvalget* vurdert hvorvidt det etter modell av den svenske ordningen, se omtale i kapittel 5.1.1, bør være en nedre grense for hvilke aksjeinnehav som skal fremkomme i aksjeeierregisteret. Etter *utvalgets* mening vil det imidlertid være vanskelig å angi på generelt grunnlag hvor stor eierandel en aksjonær må ha før denne er av interesse for allmennheten å ha innsyn i. Det kan også tenkes situasjoner hvor flere aksjeeiere som hver seg har beskjedne poster, kan stå i et slikt forhold til hverandre at det totalt sett får betydning for maktforholdene i selskapet. *Utvalget* kan heller ikke se at den snart tretti år lange erfaringen med full offentlighet om aksjeeierregisteret har vist at det er noe behov for en slik regel. *Utvalget* finner det derfor ikke hensiktsmessig å foreslå noe særskilt unntak fra aksjeeierregisterets offentlighet for mindre aksjonærer i selskapet.

9.3 Mulighet for en samling av aksjebeholdningen

Forvalterregistrering kan bidra til at investorer som investerer globalt, og således eier aksjer som er registrert i flere ulike registre, kan samle sitt

innhav av aksjer på én og samme konto hos en forvalter. I tillegg til muligheten for å få en samlet oversikt over porteføljen, gir forvalterregistrering dessuten muligheten til å plassere hele porteføljen under en og samme jurisdiksjon. I dag må en innenlandsk aksjonær ha sine norske aksjer registrert i et norsk verdipapirregister. Det vil dermed være norske registreringsregler som kommer til anvendelse for disposisjoner over aksjene. Dersom innenlandske investorer sto fritt til å la seg forvalterregistrere, kunne en innenlandsk investor registrere sin beholdning av norske aksjer gjennom en forvalter for eksempel i England. Disposisjoner på kontoen ville da bli underlagt engelsk rett. *Utvalget* vil dessuten påpeke at ved å samle hele sin beholdning hos én forvalter, kan investor kanalisere all informasjon fra selskapene han har investert i gjennom denne forvalteren, og dermed ha én kanal for informasjon fra selskapene.

Verdipapirsentrallovutvalget berørte også muligheten for å samle sin portefølje av investeringer gjennom en forvalter og uttalte følgende i NOU 2000: 10 side 94:

«Forvalterregistrering kan bidra til at investorer som har finansielle instrumenter registrert i flere registre på en enkel måte får oversikt over sin totale portefølje. Forvalterregistrering kan særlig være fordelaktig hvis investor har investeringer i flere nasjonale markeder. Store forvaltere har som regel et globalt nettverk som gjør at investor kan forholde seg til samme forvalter uansett hva slags investeringer han gjør eller hvor han investerer. Investor unngår dermed å måtte forholde seg til en rekke forskjellige verdipapirregistre. Det har de siste årene blitt betydelig mer vanlig at selv mindre investorer fordeler sine midler globalt, og det er derfor et økende antall investorer som kan dra fordel av forvalterregistrering.»

Utvalget er enig i at det kan være en fordel for investor å kunne samle sin portefølje av verdipapirer ett sted. *Utvalget* vil imidlertid påpeke at innenlandske investorer har full anledning til å registrere sitt eierskap til utenlandske aksjer gjennom en forvalter så lenge lovgivningen i det land aksjen er utstedt ikke er til hinder for dette. En innenlandsk investor har således samme mulighet som en utenlandsk investor til å samle sin beholdning av utenlandske aksjer hos en og samme forvalter. Dersom den innenlandske investoren benytter en forvalter som er kontofører i et norsk verdipapirregister vil investor også kunne samle alle sine beholdninger i norske og utenlandske aksjer hos denne forvalteren. *Utvalget* legger til grunn at de forvalterne som i dag tilbyr forvalterregistrering av utenlandske aksjer under norsk jurisdiksjon, også tilbyr konto-

førertjenester i VPS. I praksis vil det dermed være slik at det eneste tilfellet hvor investor ikke kan samle hele sin portefølje av aksjer hos en forvalter, er når vedkommende forvalter ikke tilbyr kontoførertjenester under norsk jurisdiksjon.

Som det fremgår ovenfor under kapittel 8 var et av hovedargumentene for å tillate forvalterregistrering for utlendinger at de skulle ha anledning til å forholde seg til en tjenesteyter i sitt eget hjemland fremfor å måtte åpne egen konto i det norske sentrale verdipapirregisteret, og således måtte forholde seg til en fremmed jurisdiksjon. For innenlandske investorer derimot, vil trolig behovet være å kunne forholde seg til en tjenesteyter i Norge og til norsk lovgivning. *Utvalget* ser at også innenlandske investorer kan ha legitime grunner til å flytte sin beholdning av norske aksjer inn under en fremmed jurisdiksjon, men antar at behovet er beskjedent. *Utvalget* ser også at innenlandske investorer vil kunne ønske å benytte forvaltere for sine utenlandske aksjer som ikke tilbyr kontoførertjenester i et norsk verdipapirregister. *Utvalget* antar et slikt behov i hovedsak vil gjøre seg gjeldende for profesjonelle investorer som med relativt enkle midler må kunne forventes å overvinne eventuelle problemer ved at den norske delen av aksjeporteføljen må registreres under norsk jurisdiksjon.

Utvalget antar at det i tiden fremover sannsynligvis vil bli flere innenlandske investorer som har deler av sin portefølje i utenlandske aksjer. Som det fremgår ovenfor vil innenlandske investorer bare kunne samle sin portefølje av utenlandske og norske aksjer hos en og samme forvalter dersom forvalteren har tilknytning til et norsk verdipapirregister. *Utvalget* antar videre at dersom det blir stor etterspørsel fra innenlandske investorer etter å samle sin portefølje hos forvaltere som i dag ikke har tilknytning til et norsk verdipapirregister, så vil disse forvalterne innrette seg slik at de kan tilby en slik tjeneste.

9.4 Tjenestespekteret

Utvalget har vurdert hvorvidt forvalterregistrering kan medføre et bredere tjenestetilbud for innenlandske investorer. Dette ble også drøftet av verdipapirsentrallovutvalget som uttalte følgende i NOU 2002: 10 side 93:

«Forvalterne tilbyr dessuten en del tjenester som verdipapirregistrene og kontoførerne ikke har i sitt tjenestespekter. Dette kan f.eks. være såkalte «crossing» muligheter som innebærer at investorer som bruker samme forvalter kan handle med hverandre til de kurser som noteres i markedet. Videre vil forvaltere normalt

også tilby andre tjenester som mellommann ved verdipapirutlån, gjenkjøpsavtaler, sikkerhetsstillelse o.a. Forvaltere vil også kunne gi løpende informasjon om hendelser i markedet og selskapshendelser. Flere av de ovennevnte ytelser er imidlertid ikke direkte knyttet til registreringsfunksjonen, men er servicefunksjoner som kan tilbys uavhengig av om de finansielle instrumentene er registrert på forvalter»

Utvalget kan ikke se at noen av disse tjenestene er knyttet til rollen som forvalter etter allmennaksjeloven § 4-10. Tjenestene har ingen tilknytning til registerfunksjonen og kan tilbys investor av en kontofører i et verdipapirregister. Dette gjelder også det som er beskrevet som «crossing». Hvorvidt forvalters kunder kan handle med hverandre til kurser som noteres i markedet har ingen sammenheng med hvorvidt aksjeinnehavet er registrert i forvalters systemer eller i et verdipapirregister. *Utvalget* ser imidlertid at hvor oppgjør av slik handel kan skje, avhenger av om investorene er forvalterregistrert. Dersom forvalteren har registrert sine kunders innehav i sine egne systemer, kan oppgjøret skje uten at verdipapirregisteret involveres i transaksjonen. *Utvalget* kan se at dette etter omstendighetene kan være ønskelig for en forvalter, jf. omtalen i kapittel 9.3, men dette vil neppe kunne karakteriseres som en ny tjeneste for investorene.

Bortsett fra muligheten til å samle sin portefølje og å kunne tilby registrering under en utenlandsk jurisdiksjon, se kapittel 9.3, har ikke *utvalget* vært i stand til å finne tjenester som en kontofører ikke kan tilby. Heller ingen av de investorene *utvalget* har intervjuet har påpekt slike forskjeller. *Utvalget* legger derfor til grunn at den forskjellen i tjenestetilbudet som eventuelt måtte være mellom de som i dag er forvaltere og de som er kontoførere, skyldes andre forhold enn måten registreringen er innrettet på.

9.5 Forvalterregistrering som virkemiddel for å øke konkurransen om verdipapirregistreringstjenester

Når innenlandske investorer er pliktig til å ha sine norske aksjer på konto i et norsk verdipapirregister, innebærer dette at alle overføringer av aksjer mellom investorer og alle registreringer av begrensede rettigheter til aksjen må skje i verdipapirregisteret. Ved forvalterregistrering kan en forvalter ha en konto i verdipapirregisteret, og selv føre registeret med oversikt over de underliggende investorer som er kunde hos seg. Forvalter kan da foreta registre-

ring av alle begrensede rettigheter til aksjene kundene har, uten å involvere verdipapirregisteret i dette. Likeledes kan forvalter foreta overføringer av aksjer mellom sine egne kunder direkte i sine egne systemer. Bare i de tilfeller en aksje skal overføres til en annen forvalters kunde, vil verdipapirregisteret måtte involveres i investors transaksjon.

Ved å utvide adgangen til forvalterregistrering til også å omfatte innenlandske aksjeeiere, vil en innenlandsk investor kunne velge hvorvidt vedkommendes verdipapirkonto skal direkte registreres i verdipapirregisteret eller hos en forvalter. Den enkelte investor ville i en slik situasjon stå fritt til å velge det alternativ som tilbyr det beste og mest prisgunstige alternativ i forhold til sitt behov. Det kan dermed oppstå en konkurransesituasjon mellom forvalter og verdipapirregisteret. Konkurranse om registreringstjenester er drøftet av verdipapirsentrallovutvalget som i NOU 2000: 10 på side 48 uttaler:

«Etter utvalgets syn vil viktige hensyn ved regulering av rettighetsregistrering og oppgjør av verdipapirhandel være at dette fungerer effektivt, funksjonelt og sikkert. I dette ligger bl.a. at et verdipapirregister driver kostnadseffektivt, har gode muligheter til å tilpasse seg endringer i finansmarkedene samt at oppgjør og rettighetsregistrering skjer på en slik måte at den økonomiske risikoen for aktørene begrenses. Det vil i denne sammenheng kunne hevdes at virksomhet som drives under monopolistiske rammevilkår ikke vil ha motivasjon for å tilpasse seg et marked med internasjonal konkurranse. En monopolsituasjon kan f.eks. utnyttes til å ta høyere priser enn i et system med fri konkurranse. Videre vil en konkurransesituasjon lettere kunne tenkes å gi bedre fleksibilitet og incitament til at verdipapirregisteret innretter seg etter markedets skiftende behov.»

Utvalget er enig i at konkurranse eller mulighetene for konkurranse om registreringstjenester, kan virke positivt inn på effektiviteten og utviklingen av markedet. Etter *utvalgets* mening bør imidlertid en slik konkurranse skje på mest mulig like rammevilkår. Dette innebærer at dersom noen ønsker å tilby registreringstjenester bør dette skje innenfor rammene av verdipapirregisterloven. *Utvalget* ser derfor ikke at konkurransehensynet tilsier at det bør åpnes for at forvaltere skal kunne tilby registreringstjenester uten å måtte forholde seg til det regelverket som er etablert for denne type virksomhet. Konkurranse om verdipapirregistreringstjenester bør etter *utvalgets* mening være forbeholdt enheter som har konsesjon for denne virksomheten og som er underlagt verdipapirregisterlovens bestemmelser.

Utvalget er dessuten tvilende til om en åpning for forvalterregistrering vil påvirke verdipapirregisteret i særlig grad. Så lenge forvalteren ikke har konsesjon som verdipapirregister kan forvalter ikke utstede aksjer i sitt eget system. Forvalteren må således alltid være tilknyttet et verdipapirregister hvor aksjene er utstedt, og ha aksjene til alle sine kunder på sin konto i verdipapirregisteret. For verdipapirregisteret vil situasjonen være at antall aksjer utstedt og inntående på de ulike kontiene i registeret, er det samme uavhengig av forholdet mellom direktkontoer og forvalterkontoer. Antall transaksjoner vil imidlertid variere i takt med hvor stor andel av disse som gjennomføres i forvalternes systemer. I en slik situasjon er ikke *utvalget* fremmed for at et verdipapirregister vil tendere mot å endre prisstrukturen slik at det blir mindre følsomt for variasjoner i transaksjonsmengden. Forvalterregistrering vil dermed ikke gi en konkurransesituasjon som vil medføre et effektivt prispress mot de samlede utgiftene ved å være tilknyttet et verdipapirregister. Etter *utvalgets* mening er det derfor ikke ut fra rene konkurransehensyn noen tungtveiende argumenter å åpne for forvalterregistrering for innenlandske aksjeeiere.

9.6 Hensynet til en effektiv myndighetskontroll

9.6.1 Kredittilsynet

Kredittilsynet fører tilsyn med de alminnelige atferdsreglene i verdipapirhandelloven, hvor ulovlig innsidehandel og kursmanipulasjon står sentralt. Kredittilsynet fører kontroll med institusjoner på verdipapiriområdet som har tillatelse til å drive virksomhet etter lov om verdipapirhandel, lov om verdipapirfond, lov om registrering av finansielle instrumenter og lov om børsvirksomhet. Også i institusjonstilsynet står atferdsreglene sentralt, herunder kontrollen med at ikke enkelte kunder eller foretaket selv forfordes på bekostning av andre kunder. Fra et tilsynsperspektiv har det stor betydning at den reelle eieren av aksjer fremgår av verdipapirregisteret. I motsatt fall vil oversikten over markedet bli dårligere og vanskeligere en effektiv og sikker myndighetskontroll med verdipapirmarkedet. Dette vil svekke kontrollen med at institusjonene ikke misbruker særskilt posisjon som mellommenn eller forvaltere i markedet, eller at det ikke forekommer forfordeling i strid med verdipapirhandelloven. Videre vil forvalterregistrering svekke muligheten til å finne spor av, og følge opp, mistanke om overtredelser av forbudet mot innsidehandel, meldepliktsreglene, forbudet

mot markedsmanipulasjon, og overholdelse av flaggings- og tilbudsbestemmelser i verdipapirhandelloven.

I forbindelse med undersøkelser av handler hvor det er mistanke om overtredelser av en av de nevnte bestemmelsene, er behovet for å avdekke reell eier avgjørende. Og det er nettopp i aksjemarkedet disse lovbruddene har sin største betydning i praksis. Verdipapirregisteret er et viktig verktøy for Kredittilsynets kontroll med markedet fordi investorers transaksjoner registreres løpende. Dette gjør det mulig å søke etter mønster og avvik i investors handelsmønster. At man har denne muligheten til å gjennomgå ulike investorers handelsmønster, er viktig også av hensyn til å se hvilke saker det er grunn til å vurdere nærmere og hvilke som ikke fremstår som oppsiktsvekkende i så måte. For utenlandske investorer som handler gjennom forvalter, lar det seg ikke gjøre å foreta de samme vurderinger av investorens handelsmønster. Dette er nettopp fordi det ikke fremkommer hvem som er reell eier og forvalteren rapporterer aggregert på vegne av mange investorer.

I tillegg til Kredittilsynets kontroll med institusjoner under tilsyn på verdipapiriområdet, fører Kredittilsynet tilsyn med en rekke andre institusjoner slik som for eksempel banker og forsikrings-selskap. Også tilsynsarbeidet rettet mot å bekjempe hvitvasking av penger vil bli vanskeligere dersom det ikke fremkommer av registeret hvem som er reell eier. Videre nevnes kontrollen med overholdelse av eierbegrensingsregler.

I Kredittilsynets tilsynsarbeid, spesielt når det gjelder adferdstilsynet, vil tidsaspektet ofte være av stor betydning. Dagens hovedregel om registrering i eierens navn, gir tilsynsmyndighetene rask og effektiv tilgang til relevant informasjon gjennom umiddelbar tilgang til registeret og dermed til reell eier. Denne umiddelbare tilgangen på hvem som er reell eier, gjør det også mulig for Kredittilsynet å foreta sine undersøkelser uten at dette blir kjent for omverdenen. Ved forvalterregistrering vil den samme informasjonen måtte fremskaffes via forvalter og eventuelle underforvaltere. Dette vil ikke bare være ekstra ressurs- og tidkrevende, men også innebære fare for en viss stigmatisering av vedkommende undersøkelser er rettet mot.

Det har i praksis vist seg at det kan være tids- og ressurskrevende å innhente nødvendige opplysninger om reell eier fra forvalter. Bevisst trening av opplysningsplikten fra forvalterens, eventuelt fra den reelle eierens side kan ansvarlige myndigheter forsøke å forebygge ved ulike sanksjonsmuligheter gjennom vilkår/regelverk. Uansett vil det nødvendigvis ta lengre tid før tilsynsmyndigheten

får tilgang på hvem som er reell eier. En annen praktisk problemstilling er at det for forvalter selv kan være vanskelig å holde rede på hvem som faktisk er den reelle eieren. Dette har sin bakgrunn i at det ofte er flere lag med forvaltere.

Kredittilsynet har i forbindelse med godkjenning av forvaltere for utenlandske aksjeeiere i henhold til allmennaksjeloven § 4-10, forsøkt å bidra til at det ikke skal ta for lang tid før reell eiers identitet kan frembringes ved å stille vilkår om at forvalteren selv skal holde rede på hvem reell eier er gjennom å føre et eierregister. Dette skal til enhver tid vise hvem som er de reelle eierne av de aksjene forvalteroppdraget omfatter. Videre kreves at norske myndigheter til enhver tid skal kunne få tilgang til de opplysninger som fremgår av dette eierregisteret. Det faktum at det stadig skjer transaksjoner hos underforvaltere som forvalteren selv ikke gjøres kjent med, gjør det imidlertid i praksis ofte svært vanskelig, for ikke å si umulig, for forvalteren å oppfylle kravet om til enhver tid ha rede på hvem sluttinvestor er. Ved forvalterregistrering i flere ledd, vil eierskifter i mange tilfeller finne sted mellom investorer registrert hos den samme forvalteren. I slike situasjoner, hender det at den forvalteren som er registrert i verdipapirregisteret ikke gjøres kjent med underliggende eierskifter.

En adgang også for innenlandske investorer til å forvalterregistrere sine aksjer, vil trolig innebære at tilsynsmyndighetene står overfor de samme utfordringene overfor denne investorgruppen. Det har vært hevdet at innenlandske investorer formodentlig vil ha lettere tilgang til innsideinformasjon om norske utstedere enn utenlandske investorer, som en konsekvens av den fysiske nærheten til de norske utstederselskapene og det norske meglermiljøet. Tilsvarende kan ikke utelukkes for investorer med norsk statsborgerskap som bor og operer fra utenlandske markeder, for eksempel fra London. Dette vil regelmessig være annerledes for andre investorer som i hovedsak opererer fra andre markeder.

Utvalget finner grunn til å tro at innenlandske investorer som vil velge forvalterregistrering, eventuelt vil velge å bruke etablerte utenlandske forvaltere som opererer i det norske aksjemarkedet på vegne av utenlandske investorer i dag. Dette fordi potensielle norske forvaltere, etter hva *utvalget* har grunn til å tro, vil finne det for kostbart å etablere tilsvarende registreringssystemer. Bruk av utenlandske forvaltere vil trolig komplisere myndighetenes tilsynsarbeid noe ved at det naturlig nok tar lengre tid og er ekstra ressurskrevende å få opplysninger fra forvaltere utenfor landets grenser. Dette er erfaringer svenske tilsynsmyndigheter

har når det gjelder å få opplysninger om reell eier fra forvalter som opererer fra andre land. For øvrig er det normalt ikke problemer knyttet til å få de opplysningene som etterspørres, forutsatt at forvalteren er hjemmehørende innenfor EU/EØS-området.

Utvalget finner det vanskelig å si noe sikkert om hvorvidt det vil være praktisk med forvalterregistrering i flere lag når det gjelder innenlandske aksjeeiere. Det er derfor vanskelig å anslå hvor uoversiktlig markedet vil bli ved eventuell forvalterregistreringsadgang også for innlendinger. Ved forvalterregistrering vil det alltid være en viss risiko for at enkelte utenlandske forvaltere er underlagt jurisdiksjon med strenge sekretessebestemmelser. Selv om det i dag stilles vilkår om at forvalter som godkjennes i Norge skal kunne gi norske myndigheter informasjon om hvem som står bak en forvalterkonto, kan det tenkes at det under den forvalteren som er godkjent i Norge er registrert en annen forvalter hvis hjemlands rett hindrer at slik informasjon gis til utenlandsk myndighet.

Brudd på verdipapirhandellovens bestemmelser om innsidehandel, kursmanipulasjon og lovens øvrige atferdsbestemmelser er egnet til å svekke tilliten til det norske verdipapirmarkedet. *Utvalgets* utgangspunkt er således at en effektiv kontroll på ovennevnte områder er viktig av hensyn til tilliten til det norske verdipapirmarkedet generelt.

9.6.2 Oslo Børs

Oslo Børs har et lovpålagt ansvar for å rapportere overtredelser av verdipapirhandelloven til Kredittilsynet. Under henvisning til Retningslinjer for samarbeid mellom Kredittilsynet og Oslo Børs og forskriften som regulerer markedsovervåking, skal Oslo Børs avdekke og rapportere ut forhold der det foreligger mistanke om brudd på verdipapirhandellovens bestemmelser om innsidehandel, lekkasjer, kursmanipulasjoner m.v. I tillegg kommer overvåkingen av at verdipapirhandellovens bestemmelser om tilbuds-, flagge- og meldeplikt blir overholdt.

For Oslo Børs er verdipapirregisteret hovedverktøyet for de undersøkelser børsen foretar. Børsen foretar daglige søk, og disse søkene avdekker mønstre i handelen som underbygger en eventuell mistanke om brudd på verdipapirhandelloven. Verdipapirregisteret er egnet som verktøy for børsens markedsovervåking fordi investorers transaksjoner registreres løpende. Systemet er egnet til å søke etter mønstre eller avvik, som kan begrunne ytterligere oppfølging. Den kontroll børsen i dag

foretar gjennom søk i verdipapirregisteret i Verdipapirsentralen ASA, er bare mulig å foreta dersom investor fremgår av databasen.

Utvalget legger til grunn at Oslo Børs' mulighet for effektiv markedsovervåking av aksjemarkedet vil påvirkes av hvorvidt reell eier fremkommer direkte av registeret eller om aksjene er registrert på en forvalter. En svekkelse av kontrollen/overvåkingen innenfor disse områdene, vil svekke Oslo Børs tillit og forretningsvirksomhet spesielt og det norske verdipapirmarkedet generelt.

9.6.3 Påtalemyndigheten

ØKOKRIM etterforsker saker på eget initiativ eller overtar saker som en følge av Kredittilsynets anmeldelse. På denne bakgrunn er de hensyn som er omtalt under kapittel 9.6.1 om Kredittilsynets tilsynsarbeid, langt på vei sammenfallende for påtalemyndighetene. Dette gjelder blant annet verdipapirhandellovens bestemmelser om innsiddehandel- og markedsmanipulasjon, flagge- og meldepliktsreglene og øvrige bestemmelser i verdipapirhandelloven hvor overtredelse er straffebelagt. Herunder kan nevnes at verdipapirhandellovens bestemmelser om god forretningssskikk, herunder forbudet mot forfordeling av kunder, kan medføre straff dersom overtredelsen kvalifiserer til det. Sett fra påtalemyndighetens ståsted vil det i likhet med Kredittilsynets tilsynsarbeid, være avgjørende å kjenne til hvem som er reell eier av aksjene. Tidsaspektet er ikke mindre viktig sett fra påtalemyndighetens ståsted. Mistanke om brudd av foranstående bestemmelser med påfølgende undersøkelser/etterforskning hos flere forvaltere, vil kunne sette helt nye tidsrammer og kreve langt flere ressurser for granskningsvirksomheten i ØKOKRIM. Det samme gjelder bekjempelsen av hvitvasking av penger fra kriminelle handlinger og til terrorfinansiering. Direktregistrering og muligheten for umiddelbar tilgang til verdipapirregisteret, bidrar til en hurtig, effektiv og tilnærmet diskret behandling av slike saker.

Tidsaspektet er neppe like avgjørende ved påtalemyndighetens håndtering av eventuelle skatteunndragelser, men behovet for å kunne avdekke hvem som er den reelle eier er det samme. *Utvalget* antar derfor at å åpne opp for forvalterregistrering av innlendingers aksjeinnhav, fordrer økte ressurser til påtalemyndigheten.

9.6.4 Skattemyndighetene

Hensynet til en effektiv skattekontroll tilsier at reell eier av finansielle instrumenter fremgår direkte av verdipapirregisteret. Aksjer mv. i norske

og utenlandske selskaper er skattepliktig formue for personer bosatt i Norge. Utbytte og gevinst er skattepliktig inntekt, tap er fradragsberettiget. For personlige aksjonærer skjer beskatningen fra 1. januar 2006 etter reglene i aksjonærmodellen. Dette gjelder aksjeinntekter både fra innenlandske og utenlandske selskaper til personer bosatt i Norge. Utbytte og gevinst innvunnet av innenlandske aksjonærer som er selskaper, er skattefrie etter reglene i fritaksmetoden som gjelder med virkning fra 26. mars 2004. Dette gjelder utbytte fra og gevinst/tap på aksjer i norske selskaper, selskaper innenfor EØS og selskaper utenfor EØS dersom eierandelen er minst 10 prosent og det ikke er et lavskatteland. Utbytte fra norske selskaper til utenlandske selskapsaksjonærer innen EØS omfattes også av fritaksmetoden. For personer og selskaper utenfor EØS vil utbytte være gjenstand for kilde-skatt som tidligere.

Som hjemmehørende regnes også selskaper registrert i utlandet som styres fra Norge. Bosatte og hjemmehørende i Norge kan videre bli skattepliktig direkte for sin andel av nettoresultatet oppjent i norsk-kontrollert selskap hjemmehørende i lavskatteland. Utlendinger kan også bli skattepliktige i Norge for aksjeinntekter som har tilknytning til virksomhet som vedkommende utøver eller deltar i, og som drives eller styres fra Norge. Personer som tidligere har vært bosatt i Norge er skattepliktige ved realisasjon av blant annet aksjer i norske selskaper innen 5 år etter det år skatteplikten på grunnlag av bosted opphørte. Den personelle avgrensning av skatteplikt til Norge og gjeldende vilkår for rett til forvalterregistrering, jf. kapittel 4.2, er med andre ord ikke fullt ut samordnet. Utlendingers rett til å la seg forvalterregistrere praktiseres i en viss utstrekning også for aksjer som er undergitt både norsk utbytte- og gevinstbeskatning.

Utvalget legger til grunn at skattekontrollhensyn gjør seg sterkest gjeldende overfor aksjeeiere som er skattepliktige til Norge og særlig for de som er skattepliktige både for gevinst og utbytte. Spesielt fritaksmetoden forutsetter kjennskap til og kontroll med hvem som er aksjeeier, om det er en person eller et selskap, hvilket land eieren er hjemmehørende i, og i visse tilfeller, eierandel. Det knytter seg imidlertid også behov for innsyn og indirekte norsk skatteinteresse til den skatteplikt for norske aksjer som eies av utlendinger. Gjennom skatteavtaler¹ har Norge forpliktet seg til overfor utenlandske skattemyndigheter å frem-skaffe opplysninger om innhav av og transaksjoner i aksjer i norske selskaper. I denne sammen-

¹ Jf. OECDs mønsteravtaler artikkel 26.

heng er det i all hovedsak den reelle eier av aksjene det spørres etter. Avtalene er basert på gjensidighet. At Norge er i stand til å oppfylle sine forpliktelser, er således en forutsetning for utenlandske skattemyndigheters plikt til å fremskaffe tilsvarende opplysninger vedrørende personer som er skattepliktige til Norge for aksjer i utenlandske selskaper. Bistand fra utenlandske skattemyndigheter blir stadig viktigere etter at internasjonale aksjemarkeder er gjort lettere tilgjengelig for innenlandske investorer. Det vises her særlig til opphevelsen av valutareguleringene, EØS-avtalen, og den kommunikasjonsteknologiske utvikling, samt at innenlandske investorer faktisk velger utenlandske aksjer fremfor norske. For norske skattemyndigheter er det derfor, uavhengig av registreringsordning og hvem som er eier, av stor betydning å sikre full og effektiv tilgang til ligningsrelevante opplysninger om alle aksjer i norske selskaper.

Kontrollbehovet i tilknytning til ovennevnte skatteinteressene er foruten gjennom skattyters selvangivelse, ivaretatt ved bestemmelser i ligningsloven med forskrifter om opplysnings- og innrapporteringsplikt for tredjemenn. Ligningsloven § 6-11 pålegger selskapet plikt til ukrevet å levere oppgave over forhold som har betydning for skattleggingen av aksjonærene. Spesialregulering for aksjer registrert i verdipapirregister er inntatt i forskrift av 22. desember 2003 nr. 1779 om levering av ligningsoppgave fra forvaltningsselskaper og verdipapirregistre til ligningsmyndighetene. Her pålegges verdipapirregistre ukrevet å levere aksjonær oppgave som, foruten å identifisere aksje og innehaver, skal inneholde opplysninger om blant annet beholdning, utbytte og kjøp/salg med videre. Årsoppgavene tjente opprinnelig til kontroll av skattyters selvangivelse. Senere har årsoppgavene fått enda større betydning. Opplysninger fra oppgavene inntas i den forhåndsutfylte selvangivelse og inngår således direkte som grunnlag for årets ligning. Videre er oppgavene med på å danne grunnlag for den service aksjeeierregisteret yter for skattyterne i form av realisasjons- og beholdningsoppgaver. For beregning av skjermingsfradrag i skattepliktig utbytte under den nylig vedtatte aksjonærmodellen, forutsetter et korrekt aksjeeierregister at det i oppgavene opplyses om selskapshendelser. I Ot.prp. nr. 92 (2004-2005) er det fremmet forslag om at også personlige aksjonærer bosatt i andre EØS-stater skal gis rett til slikt skjermingsfradrag. I proposisjonen pekes det på at det i den sammenheng oppstår særlige problemstillinger knyttet til forvalterregistrerte aksjer. *Utvalget* bemerker at slike problemstillin-

ger også kan reise seg i forhold til innenlandske personlige aksjeeiere dersom disse gis og benytter seg av rett til forvalterregistrering.

Den som har eller kan pålegges oppgaveplikt etter ligningsloven kapittel 6, er etter loven § 6-1 nr. 1 pålagt plikt til å innrette sin regnskapsføringsplikt slik at ligningsoppgavene kan gis og kontrolleres.

Ligningsmyndighetenes kvalitetskontroll skjer dels på generell basis, dels kan det dreie seg om spesielle undersøkelser rettet mot bestemte skattytere og transaksjoner. Det vil da kunne oppstå behov for å gå nærmere inn i grunnlaget for de transaksjoner som er meldt inn til, eller skulle vært meldt inn til, verdipapirregistre. Hjemmel for slike undersøkelser rettet mot verdipapirforetak er inntatt i ligningsloven § 6-5, jf. § 6-15.

Åpnes adgang til forvalterregistrering også for innenlandske aksjeeiere kan innrapporteringen til ligningsmyndighetene skje fra verdipapirregistre. En beholder da den forenkling det er for ligningsmyndighetene å slippe og måtte forholde seg direkte til et stort antall oppgavegivere. Med en slik løsning vil det også være mulig å håndtere de særlige problemer FIFO-prinsippet reiser når en aksjeeiers portefølje dels kan være registrert i eget navn, dels hos en eller flere forvaltere og registertilknytningen kan skifte i eiertiden.

Kontrollmessig kan imidlertid ikke denne løsningen anses likeverdig med dagens ordning. *Utvalget* antar at innrapportering fra forvalteren til verdipapirregisteret som er nødvendig for at registeret skal bli i stand til rettidig å avgi riktige oppgaver til ligningsmyndighetene, vil kunne bli en kritisk faktor. Slik det er i dag understøttes den innrapportering ligningsmyndighetene er avhengig av ved at eierskifter er meldepliktig etter annen lovgivning. Av hensyn til blant annet rettsvern og omsettelighet vil dessuten aksjeeier ha egeninteresse av at disse rapporteringspliktene overholdes. En overgang til ordning med forvalterregistrering vil trolig innebære at transaksjoner internt på forvalters konto ikke blir rapportert. Dette medfører delvis bortfall av den støtte ligningsmyndighetene har i annet regelverk og andre kontrollmekanismer, og regelverket vil således bli tyngre å kontrollere.

Kontrollen med etterlevelsen av innrapporteringsplikten til verdipapirregistre, må antas å ville bli særlig vanskelig overfor utenlandske forvaltere. Spesielt gjelder det transaksjoner internt hos en forvalter, men betydelig kontrollrisiko kan også hefte ved transaksjoner mellom forskjellige forvaltere. Ligningsmyndighetene vil ellers både ved sin generelle kontroll av oppgaver fra verdipapirregistre og ved særlige kontrollundersøkelser rettet

mot bestemte skattytere og transaksjoner stå overfor de samme tunge håndhevingsproblemer som Kredittilsynet, jf. omtalen av disse i kapittel 9.6.1 ovenfor.

9.6.5 Namsmyndighetene

Gjennom en registreringsordning hvor det ikke fremkommer hvem som er reell eier av aksjene, blir det vanskeligere for namsmyndighetene å få oversikt over debtors eiendeler sammenliknet med dagens ordning med direkteregistrering. Dårligere oversikt over debtors eiendeler gjør det vanskeligere å få tatt utlegg og arrest i vedkommendes formuesgoder, som igjen vil kunne ramme kreditorer.

9.7 Hensynet til eierstyring, selskapsledelse og aksjonærdemokrati

Utvalget har et klart inntrykk av at den norske offentlighet om eierskap i norske selskaper i utgangspunktet anses som positiv blant innenlandske investorer, utstedere og øvrige aktører i det norske aksjemarkedet. I den senere tid har det både blant aksjonærer, investorer og selskapene selv blitt et betydelig større fokus på forhold knyttet til eierstyring, selskapsledelse og aksjonærdemokrati. Bakgrunnen for dette er sammensatt og mangeartet.

Aksjonærsammensetningen i et selskap er et av forholdene som vil være av betydning for slike forhold. I selskaper med en spredt aksjonærstruktur med mange, men små, aksjonærer, vil en større aksjonær kunne få uforholdmessig stor innflytelse. Dette vil kunne være tilfelle selv om denne aksjonæren ikke på noen måte har en formelt kontrollende aksjepost. I selskaper med mange små aksjonærer vil aksjonærenes reelle mulighet for innflytelse ved valg av selskapets styre, være et tema. Spredt eierskap vil også kunne legge til rette for en sterkere og mer selvstendig ledelse av et selskap fra styret og/eller daglig ledelse, som ikke har reell forankring i aksjonærmassen.

I slike tilfelle vil aksjonærene kunne ha behov for å drøfte og eventuelt samordne sine holdninger/handlinger i forhold til selskapet og selskaphendelser. Stemmegivning på generalforsamling, både ved valg av styre, revisor og eventuell valgkomité, og i forhold til andre forslag som er fremmet; vedtektsendringer, emisjoner, kjøp av egne aksjer, styrefullmakter og lignende, er eksempler på dette.

For aksjonærfellesskapet legger således *utvalget* til grunn at det vil være en fordel for aktiv bruk av aksjonærrettighetene, i størst mulig grad å

kjenne til hvilke andre aksjonærer selskapet har, og hvor mange aksjer disse eier. Endringer i retning av redusert tilgang på informasjon om hvem som er aksjonærer i selskapet for de øvrige aksjonærer, vil etter *utvalgets* vurdering kunne redusere mulighetene for aktiv bruk av aksjonærrettigheter. Dette vil gjelde særlig i forhold til aksjonærer som ikke er betydelige aksjonærer i selskapet.

Også for potensielle investorer vil en oversikt over hvilke større aksjonærer som selskapet har være av interesse. For mange investorer vil det være ønskelig å vite hvem man investerer sammen med for å avdekke om man har felles interesser med andre aksjonærer i selskapet eller om man er på kollisjonskurs med disse. Det vil for eksempel kunne være viktig å vite om det er en konkurrent, en kunde eller en leverandør av selskapet som har poster av betydning. Større aksjonærens tidligere opptreden i dette eller andre selskaper, eller uttalte investeringspolicy, vil også kunne være av betydning. Noen er aggressive oppkjøpere og vil etter oppkjøp splitte opp og selge deler. Andre investorer kan være av mer langsiktig finansiell eller industriell karakter.

Informasjon om selskapets øvrige aksjonærer vil kunne ha betydning både for selve investeringsinteressen, for hvilke kursnivåer man vil investere på og hvilke kursutviklingsscenarioer og strategier for investeringen man ser for seg på investerings-tidspunktet.

Forvalterregistrering for innenlandske aksjonærer vil redusere tilgangen på en del av denne informasjonen, selv om informasjon om aksjonærer over flaggeterskelen fortsatt vil være kjent gjennom børsmeldinger sendt Oslo Børs, men med det forbehold at man i disse tilfellene ikke vil vite den nøyaktige aksjeholdningen mellom flaggegrensene.

Aksjonærsammensetningen vil også kunne ha betydning for selskapets behov for å kommunisere direkte med eierne. I de fleste større børsnoterte selskaper vil de fleste «større» aksjonærene ha aksjeposter på under den første flaggeterskelen, som er 5 prosent av den totale aksjekapitalen. Selskapenes behov for direkte kommunikasjon går ofte i retning av å innhente synspunkter fra større aksjonærer på selskapets offentliggjorte strategier, regnskapstall, bransjen generelt, konkurrenter og lignende. Aksjonærenes synspunkter på disse forholdene tillegges vekt av selskapets ledelse, både generelt løpende og i forbindelse med at større aksjonærer endrer sine posisjoner i selskapet. Det vil kunne ha stor betydning for et selskaps utviklingsmulighet, å vite om større aksjonærer ønsker en annen kurs før de

eventuelt «stemmer med bena» og selger seg ut av aksjen.

Disse hensyn er også reflektert i den norske anbefaling om «Eierstyring og selskapsledelse» som en rekke organisasjoner med tilknytning til utstederne og finansmarkedet står bak. Fra anbefalingens punkt 12 Informasjon og kommunikasjon siteres:

«Styret bør fastsette retningslinjer for selskaps kontakt med aksjeeiere utenfor generalforsamlingen.

Dialog med aksjeeierne.

I tillegg til dialogen med eierne i generalforsamlingen, bør styret legge til rette for at aksjeeiere kan kommunisere med selskapet også utenfor generalforsamlingen. Dette vil øke styrets kunnskap om løpende forhold vedrørende selskapet som aksjeeierne er særlig opptatt av. Det bør fremgå av retningslinjene i hvilken grad styret har delegert slike oppgaver til styreleder, daglig leder eller andre i den daglige ledelsen.»

Det vil også være ønskelig fra selskapets ståsted å vite hvem som kjøper seg opp, eventuelt selger seg ut, også av konkurransemessige hensyn. Det vil eksempelvis kunne være av interesse for selskapets ledelse å kjenne til om en konkurrent, kunde eller leverandør går inn som større aksjonær i selskapet, selv om ikke flaggegrenser passerer. Videre vil som nevnt en del investorer ha uttalte investeringsstrategier, som selskapet på lik linje med markedet for øvrig vil ha et behov for å forholde seg til i forhold til større eiere.

Fra en utsteders ståsted legger *utvalget* således til grunn at det er hensiktsmessig med mest mulig åpenhet rundt aksjonærmassen i selskapet, også i forhold til aksjonærer som har mindre eierposter enn 5 prosent. Som nevnt ovenfor, vil det av ulike årsaker være ønskelig å ha kunnskap om hvem som er eier av selskapet. At eierne er registrert under eget navn i registeret er på denne bakgrunn en klar fordel. Utenlandske aksjonærer som investerer i store norske selskaper, er i stor grad registrert ved forvalter. Ved forvalterregistrering må selskapene gå til den enkelte forvalter for å få vite hvem aksjonærene er. Erfaringene blant flere av de store norske utstederselskapene er at det kan være problemer knyttet til det å finne frem til reell eier ved forvalterregistrering i flere lag, noe som ofte forekommer. Ikke minst er dette tids- og ressurskrevende. Videre er det i praksis vanskelig å holde oversikt over aksjonærmassen og de reelle eierne blant utenlandske aksjonærer tatt i betraktning at det skjer store aksjebytter internt hos forvalter.

9.8 Hensynet til informasjonsflyt i markedet

God tilgang til riktig informasjon er en grunnleggende forutsetning for et velfungerende aksjemarked. Bakgrunnen for dette er at informasjon, og tolkninger av denne, står sentralt ved prisdannelsen i markedet. Eierforhold og endringer i disse er eksempler på informasjon som er viktig for aksjemarkedene. Betydningen av åpenhet er særlig stor i et aksjemarked som det norske, som er preget av relativt få likvide aksjer, få aktører og en forholdsvis stor økonomi.

Forvalterregistrering medfører at informasjonsmengden reduseres, ved at det ikke lenger er umiddelbar tilgang til informasjon om eierforhold. Fordi handler meget vel kan tenkes «nettets» hos forvalter, vil færre transaksjoner gå over børs og markedet får da redusert informasjon om omsetningsvolum og transaksjonshyppighet.

Samtidig er det på det rene at noen, slik som for eksempel utstederforetakene og aktuelle mellommenn, vil ha mer informasjon om de aktuelle transaksjonene enn markedet for øvrig. Det vil således være skjevheter i informasjonstilfanget, ved at enkelte aktører i markedet sitter med informasjon om disposisjonene som aksjeeierboken/aksjeeierregisteret ikke viser.

En slik skjevhet i informasjonstilgangen er uheldig fordi det gir investorene ulikt grunnlag for sine investeringsbeslutninger. En viss skjevhet av denne art eksisterer i dag, ved at utlendinger kan være forvalterregistrert. Det er imidlertid på det rene at problemer knyttet til slik ulik informasjonstilgang vil få større betydning dersom adgangen til å la seg forvalterregistrere utvides til å gjelde også innlendingene.

9.9 Hensynet til offentligheten

Aksjeeierregisteret i norske aksjeselskaper har vært offentlig tilgjengelig siden ikrafttredelsen av aksjeloven av 1976. Før dette var aksjeboken tilgjengelig kun for aksjonærene (jf. aksjeloven av 6. juli 1959 § 43). I Ot.prp. nr. 19 (1974-75) uttalte departementet følgende om forslaget om offentlighetens innsyn i aksjeboken:

«Etter departementets mening har aksjeeierne ikke krav på konfidensiell behandling og for så vidt er det ikke grunn til å beskytte aksjebokens innhold. På den annen side er den praktiske betydning av å gjøre aksjeboken offentlig forholdsvis liten. Ofte vil den som kunne tenkes å ha interesse av aksjeboken ikke ha praktisk

mulighet for å oppsøke selskapets kontor, eller han har motforestillinger mot å gjøre det. I selskaper med større aksjespredning gir aksjeboken i seg selv ingen fullstendig informasjon om maktforholdene i selskapet, fordi det er praktisk vanskelig å finne fram til de forbindelser det kan være mellom aksjeeierne. Etter departementets mening er de generelle offentlige interesser og de ansattes interesser bedre ivaretatt ved departementets forslag i § 11-12 tredje ledd om at årsberetningen skal gi opplysninger om visse aksjeeieres eierandel. Etter denne bestemmelsen kreves en viss systematisering av de opplysninger aksjeboken inneholder og denne systematisering er viktig for forståelsen av maktforholdet i selskapet. Til tross for dette mener departementet det er riktig med en generell offentlighetsregel. Det er vanskelig å foreta en eksakt oppregning av de personer og institusjoner som et forholdene kan ha saklig grunn for å se aksjeboken (aksjeeiere, tidligere aksjeeiere, aksjeeiere i annet konsernselskap, ansatte, offentlige myndigheter m. m.) og som nevnt foran bør ikke hensynet til aksjeeierne (selskapet) stå i veien for en generell offentlighetsregel.»

Stortinget sluttet seg til departementets forslag om å gjøre aksjeboken offentlig for allmennheten. Det vises til Justiskomiteens uttalelser i Innst. O. nr. 50 (1975-76):

«Komiteen er enig i forslaget om at aksjeboken skal være offentlig tilgjengelig. Selv om bestemmelsen har begrenset betydning for å skape en jevnere formuesfordeling og økt demokratisering, ser komiteen bestemmelsen som et prinsipielt viktig ledd i å skape mer åpenhet omkring selskapene. Erfaringene fra Sverige som har en tilsvarende regel synes å vise at faren for misbruk av offentligheten er overdrevet. Komiteen regner med at departementet ved utarbeidelse av regelverket, spesielt tar hensyn til de ansattes behov for informasjon.»

Etter *utvalgets* mening er vurderingene fra den gang fortsatt relevante. Etter det *utvalget* kan se er erfaringene med offentlig tilgjengelig aksjeeierregister overveiende positive, og har etter *utvalgets* mening vist at åpenhet omkring eierforholdene i næringslivet hører naturlig hjemme i et demokrati. En slik åpenhet er et viktig redskap som grunnlag for en informert og konstruktiv samfunnsdebatt om makt- og eierforhold i næringslivet. Likeledes er offentlighet omkring aksjeeierregisteret en viktig forutsetning for forskning og analyse knyttet til maktforholdene i norsk næringsliv. *Utvalget* vil i denne forbindelse vise til Maktutredningens brev til Statsministerens kontor 6. september 1973 som

illustrerer noen av problemstillingene man sto ovenfor da aksjeboken ikke var omfattet av en slik offentlighet:

«Med den erfaring som vi nå har ifra utredningens arbeide er det klart at en lang rekke av private foretak i Norge er meget tilbakeholdne når det gjelder å gi informasjon. Ofte vil informasjonen bare kunne gis under krav om fortrolig behandling, slik at enkelte foretak ikke kan identifiseres. Mange foretak er også uvillig til å gi informasjon under slike forbehold. Bakgrunnen for dette er at det ikke finnes tilstrekkelig lovhjemmel for verken Maktutredningen eller andre offentlige institusjoner om å få opplysninger om f. eks. kapitalstrukturen i private foretak uten krav om fortrolighet. Vi er av den oppfatning at det vil være av stor betydning både for Maktutredningens arbeide og for den generelle diskusjon om næringslivets problemer i norsk politisk debatt at tilgang på informasjon om næringslivets struktur bedres vesentlig. Vi vil foreslå at man i forbindelse med at det skal utarbeides ny Aksjelov innfører det system som man har i Sverige, nemlig at det enkelte aksjeselskaps aksjeregister skal være tilgjengelig for enhver.»²

Utvalget vil også vise til at aksjeeierregisteret er et viktig redskap innenfor næringslivsjournalistikken. Media har i dag en viktig rolle i å avdekke og reise debatt rundt forhold i næringslivet. *Utvalget* anser en utvikling som gir media dårligere tilgang på oppdatert og korrekt informasjon om eierforholdene i næringslivet som uheldig. Dette selv om medias oppmerksomhet i enkelte tilfeller kan oppleves som uønsket og ubehagelig for den som utsettes for den. *Utvalget* vil også vise til at den internasjonale utviklingen går mot stadig mer åpenhet, jf kapittel 5.2.

Dersom adgangen til forvalterregistrering utvides vil kretsen av personer som vil velge å ikke fremstå som eiere i aksjeeierregisteret bli større, og registerets verdi som informasjonskilde vil dermed svekkes. Hensynet til offentligheten taler derfor i mot at det bør åpnes for forvalterregistrering av innenlandske aksjonærer.

Utvalget vil imidlertid påpeke at det er anledning for utenlandske investorer å forvalterregistrere seg, og at det er et relativt høyt antall utenlandske aksjonærer i norske selskaper. Utlendingers adgang til å la seg forvalterregistrere reduserer aksjeeierregisterets informasjonsverdi. *Utvalget* har derfor vurdert hvorvidt utlendingers adgang til forvalterregistrering har medført at aksjeeierregisterets informasjonsverdi i praksis

² Brevet er gjengitt i Ot.prp. nr. 19 (1974-75) s. 48

allerede er så redusert at hensynet til offentligheten ikke bør tillegges særlig vekt i vurderingen om hvorvidt det bør åpnes for forvalterregistrering av innlendingers aksjeinnehav. Som det fremgår under kapittel 3.4 eide utlendinger ved årsskiftet 30,5 prosent av de børsnoterte selskapene. Av disse var 65 prosent forvalterregistrert. Dette innebærer at 17,35 prosent av aksjene i børsnoterte selskaper er forvalterregistrert. Når det gjelder ikke børsnoterte selskaper er andelen av forvalterregistrerte aksjer henholdsvis 1,5 prosent for allmennaksjeselskaper og 0,8 prosent for aksjeselskaper. *Utvalget* ser at aksjeeierregisterets informasjonsverdi når det gjelder børsnoterte selskaper kan være noe redusert. Likeledes kan det være slik at selv om andelen forvalterregistrerte aksjer av totalen er lav for andre selskaper, så kan dette forholdstallet være betydelig høyere for enkelt-selskaper. *Utvalget* finner likevel ikke at dette kan gi grunn til å hevde at aksjeeierregisteret ikke fortsatt gir omfattende informasjon om eierforholdene i norske selskaper. *Utvalget* finner derfor at hensynet til offentligheten slik det er beskrevet ovenfor fortsatt må tillegges betydelig vekt. Når det gjelder spørsmålet om likebehandling, viser *utvalget* til kapittel 9.10.

9.10 Likebehandling av innenlandske og utenlandske investorer

Utenlandske investorer hadde som nevnt i kapittel 3.4 pr. 1. januar 2005 en eierandel på 30,5 prosent av verdien av aksjene notert på Oslo Børs. Samtidig utgjorde transaksjoner hvor minst en utenlandsk investor var part 29,2 prosent av det totale antall børstransaksjoner. Fordi utlendingene bidrar med viktig risikokapital til det norske kapitalmarkedet, er det viktig av hensyn til det norske finansmarkedet generelt, at man ikke har regler som virker unødig hemmende på omsetningen av norske aksjer i utlandet.

Likebehandlingshensynet tilsier i utgangspunktet at innenlandske og utenlandske aksjonærer bør ha den samme stillingen i det norske aksjemarkedet. Ut i fra dette hensynet bør derfor i utgangspunktet adgangen til å forvalterregistrere aksjer være lik uavhengig av nasjonalitet. En ulik adgang til forvalterregistrering for innenlandske investorer kontra utenlandske investorer, fordrer således en særskilt begrunnelse. Spørsmålet for *utvalget* er derfor om likebehandlingshensynet tilsier at også innenlandske investorer gis adgang til å forvalterregistrere sine aksjer i norske selskap.

Tidligere lovutvalg har funnet det hensiktsmessig at utenlandske investorer gis mulighet til forvalterregistrering. Det vises til arbeidsgruppens vurderinger i forbindelse med forslaget til ny bestemmelse om forvalterregistrering som departementet sluttet seg til i Ot.prp. nr. 84 (1984-85). Det siteres fra arbeidsgruppens³ uttalelser i proposisjonen på side 32:

«Et krav om at alle utenlandske investorer i norske aksjer skal ha konto hos en norsk kontoførende institusjon kan synes lite praktisk, og kan bidra til å hemme omsetningen av norske aksjer i utlandet.»

Verdipapirsentrallovutvalget la i NOU 2000: 10 side 92 flg. vekt på at de fleste finner det byrdefullt å orientere seg i et fremmed marked og et fremmed rettssystem. Adgangen til forvalterregistrering for utlendinger, herunder forvalterregistrering av aksjer, ble også av Verdipapirsentrallovutvalget ansett som viktig for å gjøre det norske verdipapirmarkedet attraktivt for utenlandske investorer.

Utvalget legger de tidligere vurderingene på dette punkt til grunn og slutter seg til disse vurderingene når det gjelder utenlandske aksjeeiere. At markedet og rettssystemet er fremmed for utenlandske investorer, er hensyn som ikke har den samme relevansen i forhold til investorer som har sitt hjemmemarked i Norge, og som derfor er kjent med norske forhold og norske systemer. Man kan si det slik at reglene om forvalterregistrering for utlendingene er ment å oppveie for den avstanden, fysisk, språklig og kulturelt, som disse har til det norske markedet. På denne bakgrunn er forskjellsbehandlingen mellom utlendinger og innlendinger begrunnet i reelle forskjeller mellom de to investorgruppene

De hensyn som taler imot forvalterregistrering for innenlandske aksjeeiere, slik som kontrollhensynet og hensynet til offentlighetens innsyn, jf. henholdsvis kapittel 9.6 og kapittel 9.9, gjelder også forvalterregistrering som foretas av utenlandske aksjeeiere. Men som nevnt ovenfor stiller noen av hensynene bak en slik adgang seg noe forskjellig for utenlandske sammenlignet med innenlandske aksjeeiere.

Det finnes utenlandsk lovgivning som forbyr direkteregistrering. *Utvalget* kjenner til at dette er tilfellet vedrørende amerikanske pensjonsfond.⁴

³ Arbeidsgruppen som utredet de juridiske og tekniske sider ved etablering av en verdipapirsentral i Norge leverte sin utredning 22. juni 1984.

⁴ Jf. Code of Federal Regulations Pertaining to U.S. Department of Labor title 29, chapter XXV, section 2550.404b-1.

Om man vil unngå at investorer som er underlagt et slikt regelverk avskjæres fra å investere i Norge, er adgangen til forvalterregistrering nødvendig.

Verdipapirsentrallovutvalget har vist til at forvalterregistrering kan være særlig fordelaktig for investorer som investerer globalt fordi investor da kan forholde seg til én forvalter uavhengig av hvilket marked vedkommende investerer i. Som *utvalget* kommer nærmere tilbake til nedenfor, er dette forhold som har mindre betydning, fordi muligheten til å forholde seg til én forvalter ikke er avhengig av reglene om forvalterregistrering.

De investorene *utvalget* har konferert med har som nevnt innledningsvis, anført «anonymitetseffekten» ved forvalterregistrering som den viktigste fordel ved forvalterregistrering. Likebehandlingshensynet kan isolert sett tilsi at muligheten til å opptre anonymt i markedet bør være lik for innenlandske og utenlandske aksjeeiere. Det fremgår imidlertid av *utvalgets* vurderinger over at ulik mulighet til å fremstå som anonym investor i aksjemarkedet i en periode, eksempelvis for å skjule et aksjekjøp eller -salg, er en konsekvens av avveiningen mellom hensynet til offentlighet om aksjeinvesteringer samt kontrollbehov på den ene siden, og behovet for å gi særregler for utlendingene på grunn av behovet for utenlandsk kapitaltilførsel på den andre siden. Tilsvarende for ulik tilgang på andre fordeler forvalterregistrering eventuelt innebærer for markedsaktørene. Det er på denne bakgrunn det såkalte «likebehandlingshensynet» bør forstås. «Likebehandling» kan etter *utvalgets* syn vanskelig drøftes som et isolert hensyn, men må sees i sammenheng med de ulike hensynene som begrunner denne ulikheten.

For øvrig vises til *utvalgets* forslag i kapittel 10.5 nedenfor som gir hjemmel for å pålegge forvaltere periodisk rapporteringsplikt om de utenlandske aksjeeierne. Forslaget vil i noen grad kunne bidra til å gjøre ulikheten i regelverket for utlendinger og innlendinger noe mindre.

Mindretallets vurderinger

Utvalgets mindretall, medlemmet *Larsen*, mener at det spørsmålet mandatet reiser – rett til forvalterregistrering av norske aksjer for innenlandske aksjeeiere – ikke gir grunn til i full bredde å gå inn på spørsmålet om utlendinger fortsatt bør kunne forvalterregistrere sine aksjer. I forlengelsen av *utvalgets* anbefaling om ikke å åpne adgang til forvalterregistrering for innenlandske aksjeeiere, reiser det seg imidlertid spørsmål om hensynet til likebehandling av innenlandske og utenlandske aksjeeiere kan tilsi opphevelse av utlendingenes

rett. Ved en slik begrenset vurdering er *mindretallet* kommet til at likebehandlingshensynet, slik det fremstår i *utvalgets* analyse, i seg selv ikke er viktig nok til å begrunne endring i den etablerte ordning.

9.11 Sammenfatning og konklusjoner

Om man åpner for at også innenlandske aksjonærer gis den samme adgangen som utenlandske aksjonærer til å stå oppført i aksjeeierregisteret ved en forvalter, vil dette innebære at aksjeeierregisteret, også for så vidt gjelder innenlandske aksjonærer, bare i begrenset grad vil gi informasjon om hvem som er den reelle eieren av aksjene. De ulike argumentene for og i mot forvalterregistrering som er drøftet ovenfor, knytter seg i betydelig grad nettopp til denne «anonymiserings-effekten» av forvalterregistrering. *Utvalget* har på denne bakgrunn drøftet spørsmålet om det bør åpnes for forvalterregistrering av innenlandske aksjonærer, med utgangspunkt i spørsmålet om hva dette vil bety for informasjon om eierforholdene i norsk næringsliv. *Utvalgets* utgangspunkt for vurderingene har vært at åpenhet om eierforhold, eierstrukturer og maktforhold i næringslivet er en så grunnleggende verdi i det norske samfunnet, at det å innføre nye begrensninger i tilgangen til informasjon om eierforhold i norske selskaper, krever en særlig begrunnelse.

Selv om hensynet til generell åpenhet om eierforhold i norsk næringsliv er grunnleggende, er det ikke alene om å begrunne varsomhet med å innføre ordninger som kan bidra til å vanskeliggjøre innsyn i og overvåking av forholdene i verdipapirmarkedet. I kapittel 9.6 er det således redegjort for de utfordringer forvalterregistrering medfører for tilsyns- og kontrollmyndigheter, og de konsekvenser dette kan ha for tilliten til det norske verdipapirmarkedet. *Utvalget* tillegger også dette vesentlig vekt, og er av den oppfatning at dette ytterligere begrunner hvorfor adgangen til å være forvalterregistrert ikke bør utvides.

Selv om det åpnes for forvalterregistrering for innenlandske aksjeeiere, vil en rekke personer og institusjoner ha tilgang til informasjon om eierstrukturer og transaksjoner innenfor flaggegrensene. Det er liten grunn til å anta at det ikke vil være etterspørsel etter denne type informasjon, eller at den ikke spres. Flere av de investorer *utvalget* har vært i kontakt med har som nevnt fremhevet betydningen av å vite hvilke eiere man vil møte i et selskap, og hvilke transaksjoner som er foretatt i selskapet. Forvalterregistrering medfører imidlertid ulik tilgang til denne informasjonen, både

med hensyn til omfanget og kvaliteten på informasjonen og når den er tilgjengelig, er uheldig for markedet som sådan, og bidrar ytterligere til å begrunne hvorfor ikke adgangen til forvalterregistrering av norske aksjer bør utvides til også å omfatte innenlandske investorer.

Medienes mulighet til velinformert omtale av forhold i næringslivet vil som nevnt bli redusert ved økt omfang av forvalterregistrering. *Utvalget* finner at dette i seg selv er betenkelig. I tillegg kommer at i den grad mediene dekker transaksjoner og konstallasjoner i næringslivet, vil det med økt omfang av forvalterregistrering bli vanskeligere å kvalitetssikre de opplysningene som ligger til grunn for det som hevdes. Dette kan igjen ha unødvendig uheldige konsekvenser for markedet og for personene som omtales.

Utvalget antar videre at muligheten til å gjennomføre en god eierstyring og selskapsledelse reduseres dersom forvalterregistreringsadgangen utvides til også å omfatte innenlandske aksjeeiere. Aksjonærenes og selskapets muligheter til å skaffe seg informasjon om aksjonærmasse og -konstallasjoner antas å bli svekket dersom en slik utvidelse fører til mer omfattende bruk av forvalterregistrering i norske allmennaksjeselskaper.

Fremstillingen foran viser at investor oppnår flere fordeler ved å la sitt aksjeinnehav forvalterregistrere. En første fordel er at investor ved å la seg forvalterregistrere kanalisere informasjon og meddelelser fra de selskap han har aksjer til ett knutepunkt. Dette kan imidlertid oppnås ved å bruke én kontofører, slik at adgang til forvalterregistrering ikke er noen nødvendig forutsetning for dette. En neste fordel er at investor ved å samle sine investeringer hos én forvalter vil la disposisjoner over aksjene bli regulert av ett lands rett. En tredje fordel for investor er muligheten til, innenfor flaggegrensene, å opptre anonymt i markedet. Dette kan gjøre det mindre kostnadskrevenende å gjennomføre oppkjøps- og nedsalgsstrategier enn der markedet har innsyn i disposisjonene. Utenlandske investorer nyter godt av disse fordelene i det norske markedet i dag, slik at en åpning for innenlandske investorer til å forvalterregistrere aksjer i norske foretak vil medføre at de kommer i samme stilling som utlendinger.

Som tidligere lovutvalg, finner også *utvalget* grunn til å fremheve at det er avgjørende forskjeller mellom utenlandske og innenlandske investorer som kan anføres til støtte for ulik adgang til forvalterregistrering. Et av de bærende argumentene

for å tillate forvalterregistrering for utenlandske aksjeeiere er at det norske rettssystemet og ordningen med direkteregistrering er ukjent. Dette argumentet gjør seg ikke gjeldende for innenlandske aksjeeiere. I tillegg kommer at skattekontrollhensyn står helt sentralt i forhold til innenlandske investorer sammenliknet med utenlandske investorer. *Utvalget* vil også peke på at innenlandske investorer etter norsk rett står fritt til å la sitt aksjeinnehav i utenlandske selskaper forvalterregistrere. De fordeler forvalterregistrering medfører med hensyn til lovvalg ved disposisjoner over porteføljen, er dermed åpne også for innenlandske investorer, dog med det forbehold at deres aksjeinnehav i norske selskaper ikke kan inngå i den porteføljen som forvalterregistreres.

Det er etter dette i første rekke ønsket om å være anonym når man går ut og inn av selskaper, som for innenlandske investorer fremstår som det mest tungtveiende argumentet for forvalterregistrering. For utenlandske investorer synes det først og fremst å handle om behovet for å ikke trenge å forholde seg til et fremmed rettssystem. Det foreligger på denne bakgrunn reelle ulikheter mellom de ulike hensyn som knytter seg til henholdsvis innenlandske og utenlandske investorer, som tilsier at det her fortsatt bør gjelde ulike løsninger når det gjelder adgangen til forvalterregistrering. Etter *utvalgets* vurdering er ikke anonymitetseffekten av forvalterregistrering ønskelig.

Under henvisning til ovennevnte er *utvalgets* oppfatning at heller ikke likebehandlingshensynet gir en slik særlig begrunnelse som begrensninger i dagens åpenhet rundt eierforhold i norsk næringsliv krever.

Konkurranseshensyn, i betydningen verdien av å ha konkurrerende verdipapirregistre, er nevnt som et hensyn som kan tilsi at det åpnes for forvalterregistrering også av innenlandske investorers aksjeinnehav i norske selskaper. Synspunktet bygger på en antagelse om at konkurranse om registreringstjenester vil bringe kostnadene for investorene ned. Etter *utvalgets* oppfatning er det usikkert om denne antagelsen slår til, og konkurransehensyn kan allerede av denne grunn ikke begrunne tiltak som medfører begrensninger i den åpenhet om eierforhold med videre som følger av dagens regelverk.

Utvalget konkluderer etter dette at det ikke vil anbefale at det åpnes adgang for innenlandske investorer til å la sitt aksjeinnehav i norske selskaper forvalterregistrere.

Kapittel 10

Tilpasninger i regelverket når forvalterregistreringsadgangen ikke utvides til å omfatte innenlandske aksjeeiere

10.1 Presisering av begrepet utenlandsk aksjeeier

Avgrensingen «utenlandsk aksjeeier» har så vidt *utvalget* er kjent med ikke blitt satt på spissen, og en avklaring av begrepet gjennom praksis har derfor ikke funnet sted. Det vises til omtalen vedrørende begrepet i kapittel 4.2 ovenfor.

Hensynet til en effektiv myndighetskontroll kan tilsi at adgangen til forvalterregistrering ikke følger utlendingsbegrepet slik dette legges til grunn i andre sammenhenger, men her finner sin egen avgrensning. Allmennaksjeloven § 4-10 regulerer som nevnt forvalters plikter blant annet for å sikre en effektiv kontroll for tilsynsmyndigheter og andre offentlige kontrollmyndigheter. Kontrollhensynet taler for å følge domisilprinsippet i Norge og statsborgerprinsippet i utlandet. Det vises blant annet til myndighetenes muligheter for å fange opp de investorene som enten på grunn av sin geografiske plassering eller sine opprinnelige forbindelser har særlig nærhet til mellommenn og utstedere i Norge.

Et utslag av en slik avgrensning er blant annet at innenlandske statsborgere bosatt i utlandet uten tilknytning til det norske verdipapirmiljøet også omfattes. Fra tilsynshold er det antatt at norske statsborgere bosatt i utlandet som investerer i norske aksjer, nettopp bruker forbindelser i Norge. Enkelte av disse miljøene er det antakelig også av hensyn til etterforskning av hvitvasking etc. av særlig interesse å følge. Norske statsborgere bosatt i utlandet vil imidlertid kunne omgå krav om direkteregistrering ved å etablere selskaper i annen jurisdiksjon. For juridiske personer vil det som nevnt i kapittel 4.2 ovenfor, være avgjørende hvorvidt selskapets hovedvirksomhet foregår i eller utenfor Norge. Dette innebærer at utenlandske selskap ikke vil bli gitt anledning til å forvalterregistrere sin aksjeholdning dersom virksomheten i hovedsak foregår i Norge.

Det fremstår som noe uklart hvordan begrepet «utenlandsk aksjeeier» skal avgrenses i allmennaksjeloven § 4-10, herunder hvorvidt norske statsbor-

gere bosatt i utlandet faller inn under begrepet eller ikke. Det er viktig at det er forutsigbarhet knyttet til forvalterregistreringsadgangen. Fordi begrepet verken er presisert i lovtekst, forarbeider eller gjennom forvaltningspraksis, finner *utvalget* det hensiktsmessig at en slik presisering markeres i form av en lovendring. *Utvalget* foreslår derfor en presisering av begrepet, slik at man for fysiske personer krever både utenlandsk domisil og utenlandsk statsborgerskap for å anses som utlending i denne sammenheng. Det vil si at verken utenlandske statsborgere bosatt i Norge eller norske statsborgere bosatt i utlandet vil anses som utenlandsk.

Utenlandske statsborgere bosatt i Norge er valutainnlendinger etter valutareguleringsloven § 8. Norske statsborgere bosatt i utlandet er imidlertid utlendinger i henhold til valutareguleringsloven. Det kan tenkes hevdet at en begrensning i disses adgang til å la seg forvalterregistrere er en restriksjon på kapitalbevegelsene over landegrensene. Forbudet mot slike restriksjoner er imidlertid ikke til hinder for restriksjoner begrunnet i hensynet til å hindre lovovertrедelser, jf. direktiv 88/361/EØF art. 4.

Utvalget ser også behov for en nærmere presisering i lovteksten av når en juridisk person anses som utlending. Utgangspunktet er etter gjeldende rett at det avgjørende er hvor selskapet er registrert, men slik at også andre omstendigheter kan ha betydning. I juridisk teori er det, som nevnt foran i kapittel 4.2, lagt til grunn at hvor selskapets virksomhet foregår i Norge, kan det være grunn til å anse dette som norsk, uavhengig av registreringsstedet. Etter *utvalgets* syn er imidlertid et kriterium som er basert på hvor selskapets virksomhet foregår, ikke egnet til klargjøring. Det vil ofte være vanskelig å avgjøre hvor en bestemt type økonomisk virksomhet i hovedsak foregår. Et klarere avgrensningskriterium vil være å knytte dette til hvor selskapets hovedkontor befinner seg.

Når det gjelder norskregistrerte filialer av utenlandsk selskap, følger det av gjeldende rett at disse filialene anses som utenlandsk aksjeeier, jf. omtalen i kapittel 4.2. *Utvalget* har vurdert hvorvidt det

er grunn til å likestille norske filialer av selskaper hvis hovedkontor befinner seg i utlandet med andre norske investorer. *Utvalget* viser til at i den grad det er filialen som sådan som er aktive i selskapets aksjeinvesteringer, bryter det til en viss grad med likebehandlingstanken at en norskregistrert filial med tett tilknytning til det norske markedet, skal kunne la seg forvalterregistrere. *Utvalget* finner det likevel mest hensiktsmessig at en formell betraktning legges til grunn for selskaper med norskregistrert filial, og vil særlig fremheve at en annen regel i realiteten vil gi filialen en annen nasjonalitet i denne sammenheng enn selskapet, og at en slik regel synes både vanskelig å håndheve og lett å omgå.

Utvalget foreslår på denne bakgrunn at følgende presiseringer inntas som et nytt annet punktum i allmennaksjeloven § 4-10 første ledd:

«Som utenlandsk aksjeeier regnes selskap registrert i utlandet, med mindre selskapets hovedkontor befinner seg her i riket, samt utenlandsk statsborger som ikke er bosatt her i riket.»

Utvalget vil for ordens skyld vise til de prinsippene som er etablert gjennom EF-domstolens avgjørelser i sakene 212/97 Centros, Sml. 1999 side I-1459, C-208/00, Überseering, Sml. 2002 side I-9919, og C-167/01, Inspire Art, Sml. 2003 side I-10155, og som innebærer at et selskap har anledning til å velge selskapsrettslig hjemsted gjennom registreringen uavhengig av hvor selskapet har sitt hovedkontor og ellers utøver sin virksomhet. Forslaget er ikke til hinder for en løsning hvor plasseringen av selskapets hovedkontor gis betydning for anvendelsen av særskilte regler om registreringen av eierskap til aksjer.

10.2 Vurdering av å endre forvalterregistreringsadgangen i samsvar samtykkepraksis

Det er redegjort for Kredittilsynets samtykkepraksis etter allmennaksjesloven § 4-10 i kapittel 4.2 ovenfor. Dagens hovedregel etter allmennaksjeloven § 4-10 er at forvalterregistrering bare kan omfatte aksjer notert på utenlandsk børs. Videre er det redegjort for at Kredittilsynet ved godkjenning av forvaltere, benytter sin adgang til å gi unntak fra bestemmelsen slik at tillatelse til å opptre som forvalter alltid omfatter også aksjer notert på norsk børs og unoterte aksjer. Dette innebærer at Kredittilsynet gir generell tillatelse dersom forvalter tilfredsstiller kravene til å være forvalter.

Etter *utvalgets* forståelse følger Kredittilsynet denne praksisen konsekvent med mindre særlige forhold skulle tilsi noe annet. Unntaksregelen fremstår således i praksis som en hovedregel. En slik ensartet praksis taler for at en lovendring i samsvar med praksis bør vurderes.

Utvalget legger vekt på at behovet for utenlandsk kapital synes å være det samme for norske allmennaksjeselskaper uavhengig av hvilken børs selskapets aksjer er notert på. Således er det uhenktsmessig at forvalterregistrering er forbeholdt aksjer notert på utenlandsk børs. Dernest finner *utvalget*, i likhet med verdipapirsentrallovutvalget,¹ det lite ønskelig med en hovedregel som legger til rette for at omsetningen av aksjer kanaliseres til utenlandsk børs. *Utvalget* foreslår på denne bakgrunn at bestemmelsen endres, slik at allmennaksjeloven § 4-10 første ledd første punktum ikke begrenser forvalterregistreringsadgangen til aksjer i selskap notert på *utenlandsk* børs. Forslaget innebærer med andre ord at aksjer i selskaper notert på norsk børs kan forvalterregistreres av utenlandsk aksjeeier uten at Kredittilsynet gir samtykke etter annet punktum i gjeldende bestemmelse.

Selskap organisert som allment aksjeselskap har normalt til hensikt å hente inn kapital fra allmennheten. Dette er en selskapsform hvor aksjene forutsetningsvis er under omsetning i markedet og har større spredning enn i aksjeselskap. Bare selskaper organisert som allmenne aksjeselskap har mulighet til å hente inn kapital fra allmennheten, herunder fra utlandet. Dette gjelder uavhengig av om selskapet er børsnotert eller ikke. *Utvalget* finner det hensiktsmessig å i størst mulig grad legge til rette for utenlandsk kapitaltilførsel til norske selskaper. At selskapenes aksjer kan forvalterregistreres er som tidligere nevnt en måte å legge til rette for slik kapitaltilførsel. Som *utvalget* vil komme nærmere tilbake til nedenfor, vil behovet for å kjenne investors identitet normalt være større i selskap som ikke er ment for allmenn omsetning enn i et selskap som er gjenstand for slik omsetning. For selskap som ikke er egnet for alminnelig omsetning i markedet, er det grunner som taler for at disse selskapene bør ha en viss reservasjonsmulighet med hensyn til forvalterregistrering. Det vises til omtalen vedrørende dette i kapittel 10.3 nedenfor.

Når det gjelder unoterte aksjer har *utvalget*, på bakgrunn av Kredittilsynets praksis omtalt i kapittel 4.2, vurdert hvorvidt skillet mellom forvalterregistreringsadgangen for aksjer i noterte og uno-

¹ Jf. NOU 2000:10 side 94.

terte selskaper bør fjernes i allmennaksjeloven § 4-10 første ledd, slik at bestemmelsen kommer i samsvar med Kredittilsynets samtykkepraksis. *Utvalget* finner ikke avgjørende hensyn for at bestemmelsen bør endres i samsvar med den praksis Kredittilsynet til nå har fulgt for unoterte aksjer. Som nevnt i kapittel 4.2 ovenfor, har Kredittilsynet ved godkjenning av forvaltere i henhold til allmennaksjeloven § 4-10, gitt tillatelser for utenlandske aksjeeiere slik at en tillatelse etter bestemmelsen omfatter unoterte aksjer, i tillegg til aksjer notert på norsk børs. *Utvalget* finner det hensiktsmessig at nåværende bestemmelse vedrørende unoterte aksjer videreføres, slik at forvalterregistrering av aksjer i unoterte selskaper fremdeles forutsetter Kredittilsynets samtykke.

10.3 Om forvalterregistrering i aksjeselskap hvis aksjer er registrert i et verdipapirregister, og reservasjonsadgang

Utvalget har i kapittel 4.2 vist til at det etter gjeldende rett er uklart hvorvidt utenlandske aksjeeiere i aksjeselskaper kan la seg forvalterregistrere. Aksjeselskaper kan ha behov for utenlandsk kapitaltilførsel, selv om behovet muligens er et annet enn det behov selskaper som er gjenstand for allmenn omsetning har. Aksjeselskap kjennetegnes ved at selskapene regelmessig har få eiere med nær tilknytning til selskapet, hvilket tilsier at aksjene i et aksjeselskap ikke er godt egnet for vanlig omsetning. Dette i motsetning til allmenne aksjeselskaper hvor nettopp muligheten for allmenn omsetning er et av kjennetegnene ved denne selskapsformen. Tall fra VPS viser at utenlandske investorer investerer i norske aksjeselskaper. Av de om lag 300 aksjeselskap som har sine aksjer registrert i VPS, er det om lag 80 aksjeselskap hvor selskapets aksjer dels er registrert på forvalterkonto. Norske aksjeselskap står fritt med hensyn til registrering i et verdipapirregister, jf. verdipapirregisterloven § 2-2.

Under henvisning til at aksjeselskap, i likhet med allmennaksjeselskap kan ha behov for kapitaltilførsel også fra utlandet, er det *utvalgets* vurdering at i tillegg til de argumenter lovtekst og forhistorie gir, taler også reelle hensyn for at det er forvalterregistreringsadgang for utenlandske aksjeeiere i aksjeselskap som har valgt å opprette aksjeeierregister i et verdipapirregister. *Utvalget* foreslår derfor at denne adgangen presiseres i aksjeloven § 4-4 gjennom en uttrykkelig henvisning til bestemmelsene i allmennaksjeloven §§ 4-4 til 4-10. Det

fremgår da tydelig at adgangen til forvalterregistrering også står åpen for aksjeselskap hvis aksjer er registrert i et verdipapirregister.

De forskjeller som normalt eksisterer mellom allmennaksjeselskap og aksjeselskap, herunder betydningen for selskapet av å kjenne investors identitet, tilsier imidlertid at selskapet selv bør kunne bestemme hvorvidt selskapets aksjer skal kunne forvalterregistreres der selskapet er registrert i et verdipapirregister.

Aksjeloven og allmennaksjeloven § 4-15 åpner begge for at selskapets vedtekter kan bestemme at erverv av aksjer gjøres betinget av selskapets samtykke, og av at aksjeeier har bestemte egenskaper. Dette medfører at selskapene har anledning til å vedtektsfeste at aksjeeier skal være direkteregistrert. Spørsmålet for *utvalget* har derfor vært om adgangen til forvalterregistrering skal være betinget av uttrykkelig hjemmel i vedtektene, eller om adgang til forvalterregistrering skal foreligge med mindre vedtektene bestemmer noe annet. Etter som adgangen til forvalterregistrering er særskilt regulert i loven, finner *utvalget* grunn til å presisere at selskap registrert i et verdipapirregister har mulighet til å reservere seg mot at aksjene i selskapet kan forvalterregistreres. *Utvalget* finner det videre hensiktsmessig at selskapet eventuelt fastsetter bestemmelse om dette i selskapets vedtekter. Forslaget innebærer således at dersom slikt forbehold ikke er fastsatt i selskapsvedtektene, står forvalterregistreringsadgangen etter allmennaksjeloven § 4-10 åpen for utenlandske aksjonærer i VPS-registrerte selskap.

Utvalget finner at reservasjonsadgangen av opplysningshensyn bør presiseres i lovtekst. *Utvalget* finner det hensiktsmessig at en slik bestemmelse fastsettes direkte i allmennaksjeloven § 4-10, samt at reservasjonsadgangen tydeliggjøres også i henvisningen til allmennaksjeloven § 4-10 i aksjeloven § 4-4.

Utvalget legger til grunn at en slik reservasjon mot registrering på forvalter, rent teknisk vil kunne la seg gjennomføre ved at det enkelte selskap opplyser det sentrale verdipapirregisteret om reservasjonen. Verdipapirregisteret vil da kunne tilby en registreringsordning som utelukker registrering gjennom forvalter.

Ny aksjelov § 4-4 skal lyde:

«Er selskapets aksjer registrert i et verdipapirregister, gjelder §§ 4-4 til 4-10 i lov om allmennaksjeselskaper om slik registrering for aksjene, herunder at selskapet kan vedtektsfeste at aksjene i selskapet ikke skal kunne forvalterregistreres, jf. allmennaksjeloven § 4-10 første ledd siste punktum.»

En bestemmelse som reserverer mot forvalterregistrering i allmennaksjeloven § 4-10 første ledd siste punktum kan ha følgende ordlyd:

«Selskapet kan vedtektsfeste at aksjene i selskapet ikke skal kunne forvalterregistreres etter denne bestemmelse.»

Mindretallets vurderinger

Utvalgets mindretall, medlemmet *Larsen*, foreslår at det i loven presiseres at retten til forvalterregistrering ikke gjelder for aksjer i aksjeselskaper.

10.4 Forsinket innsyn i aksjeeierboken/aksjeeierregisteret

Utenlandske investorers mulighet til å være anonyme gjennom forvalterregistrering, har ut fra likhetsbetraktninger blitt fremhevet som et argument for å åpne for forvalterregistrering også for innenlandske investorer. Det vises til omtalen i kapittel 9.10 foran. Bakgrunnen for dette ønsket er at de markedsmekanismer som er beskrevet i kapittel 9.2 ikke gjør seg gjeldende dersom investor kan opptre anonymt. Som nevnt over i kapittel 9.11, er *utvalget* av den oppfatning at dette argumentet ikke er tungtveiende nok til å begrunne forvalterregistrering for innenlandske aksjonærer.

Utvalget har drøftet om det kan være mulig å oppnå en større grad av anonymitet også for innenlandske aksjonærer, ved bruk av andre virkemidler. *Utvalget* har derfor vurdert om det kan være grunn til å gjøre endringer i retten til innsyn etter aksjelovens § 4-6 og allmennaksjelovens § 4-5, slik at offentlighetens rett til innsyn i aksjeeierbok/aksjeeierregister begrenses i en viss periode.

Utvalget vil i denne sammenheng påpeke at åpenheten om eierforhold, eierstrukturer og maktforhold i norsk næringsliv ikke vil være uberørt av regler om forsinket innsyn. Riktignok kan det hevdes at åpenheten ikke blir redusert, bare utsatt, men etter *utvalgets* mening har det en selvstendig verdi at den informasjonen aksjeeierregisteret gir er så oppdatert som mulig. *Utvalget* mener således at det må legges betydelig vekt på at allmennheten bør ha anledning til å skaffe seg kunnskap om hva som skjer i samfunnet, når det skjer.

Videre finner *utvalget* at det vil være negativt for utstederselskapet ikke å ha tilgang til et oppdatert aksjeeierregister, samtidig som *utvalget* ser betenkeligheter med å etablere en innsynsrett som differensierer mellom selskapet og andre som har en berettiget interesse i innsyn i aksjeeierregistre-

ret. Etter *utvalgets* oppfatning er det vanskelig på generelt grunnlag å ta stilling til hvilke enheter eller grupper som har en større eller mer berettiget interesse enn andre. Det vil etter *utvalgets* oppfatning dessuten være slik at dersom kretsen av personer som har rett til å gjøre seg kjent med et oppdatert aksjeeierregister blir stor, vil betenkelighetene ved ikke å ha en generell åpenhet være større enn der bare kontrollmyndighetene har en slik rett. *Utvalget* viser for øvrig til de vurderinger som ble gjort i Ot. prp. nr. 19 (1974-75) side 48-49 da regelen om aksjeeierbokens offentlighet ble foreslått:

«Det er vanskelig å foreta en eksakt oppregning av de personer og institusjoner som etter forholdene kan ha saklig grunn for å se aksjeeierboken (aksjeeiere, tidligere aksjeeiere, aksjeeiere i annet konsernselskap, ansatte, offentlige myndigheter m.m.) og som nevnt foran bør ikke hensynet til aksjeeierne (selskapet) stå i veien for en generell offentlighetsregel.»

Et differensiert innsyn for selskapet og andre vil dessuten reise spørsmål om selskapet og de som behandler opplysningene på vegne av selskapet, kommer i innsideposisjon ved å ha informasjon markedet ikke har tilgang til. Denne problemstillingen er for så vidt aktuell allerede etter gjeldende rett, ettersom selskapet har rett til å få opplyst fra forvalteren hvem den reelle eieren er. Dette er opplysninger offentligheten ikke har tilgang til. Det er imidlertid grunn til å fremheve at selskapet får disse opplysningene etter en konkret forespørsel til forvalteren. Det vil derfor være sporbart når selskapet eller ansatte i selskapet hadde denne informasjonen. Dette vil ikke være tilfellet dersom selskapet har løpende tilgang på aksjeeierregisteret.

Samlet sett viser drøftelsene foran at regler om forsinket innsyn har få negative konsekvenser ikke også forvalterregistrering har. På den annen side vil regler om forsinket innsyn ikke hemme kontrollmyndighetens virksomhet i samme omfang som forvalterregistrering gjør.

Regler om utsatt innsyn gir imidlertid ikke norske investorer tilgang til fordeler utover den anonymitet forvalterregistrering medfører. Derimot vil regler om forsinket innsyn for allmennheten aktualisere nye problemstillinger knyttet til forsinkelsens lengde, avgrensning av kretsen av innsynsberettigede og så videre.

Utvalget har derfor etter en samlet vurdering kommet til at det heller ikke bør foreslås endringer i dagens regler om innsyn i aksjeeierboken/aksjeeierregisteret.

10.5 Vurdering av innføring av periodisk rapporteringsplikt for forvalter

Som omtalt i kapittel 9.9 ovenfor bør informasjon om hvem som er eier av aksjer i norske selskaper, være tilgjengelig for allmennheten. *Utvalget* bemerker at dagens forvalterregistreringsadgang for utlendinger medfører at aksjeeierboken/aksjeeierregisteret ikke nødvendigvis gir et helhetlig bilde av hvem som er selskapets eiere. Dette reduserer verdien av innsyn i registeret.

Aksjeeierbokens/aksjeeierregisterets informasjonsverdi kan etter *utvalgets* oppfatning bedres ved at forvalterforetak med jevne mellomrom pålegges å levere oppdaterte opplysninger om hvem som er eiere av de aksjeposter som forvaltes. *Utvalget* viser her til den svenske ordningen, hvor alle aksjonærer (med mer enn 500 aksjer) i et selskap, også de som er forvalterregistrert, innføres i aksjeboken to ganger i året. Dette gjøres ved at verdipapirregisteret samler inn opplysninger om hvem som er registrert som eiere hos forvalterne. Disse opplysningene danner så, sammen med de opplysninger som fremgår av verdipapirregisteret, grunnlaget for en oppdatert aksjeeierbok/aksjeeierregister, jf. omtale i kapittel 5.1.1 ovenfor. Ordningen har sine begrensninger. Et første forhold at det bare er de forvaltere som er registrert i verdipapirregisteret som må åpne sine fortegnelser, ikke de forvaltere som eventuelt er registrert hos disse. Et neste forhold er at en slik ordning ikke gir annet enn et øyeblikksbilde av eiersituasjonen, et bilde som kan være foreldet allerede når det presenteres. Innføres en slik ordning også i Norge, vil den etter *utvalgets* oppfatning likevel bidra til større åpenhet om eierforhold og eierstrukturer i norske selskap enn det er i dag.

Det nærmere behov for en slik regel og utformingen av den, for eksempel med hensyn til intervaller for offentliggjøring, hvem oversikten skal gis m.v., bør likevel avklares nærmere. *Utvalget* anbefaler derfor at forskriftshjemmelen i allmennaksjeloven § 4-10 femte ledd endres slik at den også gir hjemmel for forskrift om forvalterens plikt å gi periodisk opplysning om eierforhold vedrørende de aksjer som forvaltes også til andre enn offentlige myndigheter.

Ny ordlyd i allmennaksjeloven § 4-10 femte ledd kan da bli:

«Kongen kan gi forskrift om forvalterregistrering, herunder om forvalterens plikt til å gi offentlig myndighet opplysning om eierforholdene til de aksjer som forvaltes, samt om plikt til å rapportere periodisk om eierforholdene til offentlig myndighet eller andre.»

10.6 Forskriftshjemmel om tvangssalg

Utvalget er enig med Verdipapirsentrallovutvalget i at sperring er det mest hensiktsmessige sanksjonsmiddelet overfor forvalter, og viser således til Verdipapirsentrallovutvalgets drøftelser i NOU 2000: 10 side 99-100. *Utvalget* viser spesielt til at sperring er egnet til å fremtvinge opplysninger om reell eiers identitet ved at sperring medfører at forvalter ikke vil kunne føre aksjer inn og ut av konto. Videre vises det til at sperring ikke er inngripende overfor utenforstående. Pålegg om sperring anses å være et effektivt sanksjonsmiddel som er enkelt å administrere.

I forbindelse med behandlingen av forslaget til ny verdipapirregisterlov, sluttet Finansdepartementet seg til Verdipapirsentrallovutvalgets vurderinger av at sperring var det mest egnede sanksjonsmiddel ved brudd på forvalters plikter etter lovforslaget. Departementet fremhevet i Ot.prp. nr. 39 (2001-2002) side 83 likevel at etter dets syn burde:

«myndighetene ha mulighet til å innføre regler om tvangssalg, i den grad dette skulle vise seg å være hensiktsmessig. Det foreslås derfor at departementet skal kunne gi forskrift om tvangssalg av finansielle instrumenter i de tilfeller forvalter ikke oppfyller sine forpliktelser.»

Proposisjonsteksten ble på dette punkt ikke fulgt opp med konkret forslag.

Utvalget deler departementets vurderinger, men vil påpeke at eventuelt tvangssalg kan få konsekvenser for andre enn dem det er grunn til å reagere overfor, eksempelvis utsteder og øvrige aksjonærer. *Utvalget* foreslår derfor at det inntas en forskriftshjemmel i verdipapirregisterloven § 6-4 som gir departementet adgang til å gi nærmere regler om tvangssalg. *Utvalget* finner det hensiktsmessig at slik hjemmel innføres som nytt tredje ledd i bestemmelsen.

Kapittel 11

Utvalgets sekundære lovforslag – Lovregulering av innenlandske investorers adgang til å forvalterregistrere aksjer i norske selskaper

11.1 Innledning

Som det fremgår over, er det *utvalgets* prinsipale forslag at det ikke gjøres betydelige endringer i dagens system. Systemet med at innenlandske aksjonærer fortsatt må stå oppført i eget navn i aksjeeierregisteret foreslås opprettholdt, mens adgangen for utlendinger til å benytte seg av forvalterregistrering opprettholdes. Dog slik at *utvalget* anbefaler at det gjennom forskrift innføres regler som pålegger rapportering av reell eier med jevne mellomrom, som i den svenske modellen. I tillegg foreslår *utvalget*, i sitt prinsipale lovforslag, enkelte mindre tilpasninger i regelverket.

I mandatet er imidlertid *utvalget* pålagt å utarbeide regler om forvalterregistrering uansett. Som sitt sekundære forslag fremlegger derfor *utvalget*, i tråd med mandatet, et slikt sekundært lovforslag.

Dersom det skal innføres adgang for norske aksjonærer til å benytte seg av forvalterregistrering, reiser dette fem reguleringstemaer, i tillegg til spørsmålet om hvilke sanksjoner brudd på reglene skal kunne møtes med.

Et første spørsmål er adgangen til å la seg forvalterregistrere, og problemstillingen her vil være om den bør stå åpen for alle, og uavhengig av karakteristika ved det selskap som er investeringsobjekt.

Et neste spørsmål er hvilke krav som bør være oppfylt for å kunne opptre som forvalter, og et tredje spørsmål gjelder forvalters innretning av sin virksomhet. De kravene som eventuelt stilles til denne, vil i første rekke være begrunnet i hensynet til investorene og hensynet til å skille mellom forvalterselskapets depotfunksjon og dets øvrige funksjoner.

Kredittilsynet og Oslo Børs har som nevnt i kapittel 9.6 ovenfor direkte tilgang til verdipapirregisteret, og kan på denne måten følge bevegelser i de forskjellige aksjene og i investorenes aksjeinvesteringer. Gjennom dette er det mulig å kontrollere og supplere de opplysninger markedsaktørene selv gir, samt å overvåke markedet mer generelt. Forvalterregistrering medfører at verdipapir-

registeret ikke gir fullstendige opplysninger om disse forholdene, dels fordi transaksjoner mellom investorer som benytter samme forvalter ikke vil fremkomme som endringer i spredningen av de aktuelle aksjene, og dels fordi verdipapirregisteret ikke vil gi fullstendige opplysninger om hvem som står bak de transaksjoner som viser seg i verdipapirregisteret i form av endringer i en eller flere forvalteres beholdning. Etter allmennaksjeloven § 4-5 skal aksjeeierregisteret være tilgjengelig for enhver. Verdien av de opplysninger aksjeeierregisteret gir, reduseres imidlertid ved utstrakt forvalterregistrering. Dette kan imidlertid, i det minste i noen grad, avbøtes ved at forvalter pålegges opplysningsplikt. Et fjerde reguleringstema er dermed det nærmere innhold i denne plikten.

Allmennaksjeloven § 4-2 bestemmer at erverven av en aksje bare kan utøve de rettigheter som tilkommer en aksjeeier når ervervet er innført i aksjeeierregisteret, eller når ervervet er meldt og godtgjort. Der aksjeeieren er forvalterregistrert, vil det ikke fremgå av aksjeeierregisteret at vedkommende er eier. Dette aktualiserer spørsmålet om hva som skal til for at et erverv anses «meldt og godtgjort». *Utvalget* har merket seg at det synes å være noe usikkerhet knyttet til hva som ligger i dette kravet. Ved en alminnelig adgang til å la seg forvalterregistrere, er det grunn til å anta at behovet for en avklaring på dette punktet øker. Det ligger imidlertid utenfor *utvalgets* mandat å foreslå regler om dette, som utgjør det femte reguleringstemaet.

Utvalget viser til at reglene knyttet til forvalterregistrering mer generelt har vært gjenstand til vurdering av tidligere lovutvalg. På bakgrunn av disse vurderingene, og påfølgende høringer, er det gitt nærmere regler om forvalterregistrering. For finansielle instrumenter generelt er det gitt regler i verdipapirregisterloven. Og for aksjer knyttet til utenlandske aksjeeiere spesielt, er det gitt regler i allmennaksjeloven. Vurderingstema for dette *utvalget* er således om det er hensyn som tilsier særlige regler for forvalterregistrering for innenlandske aksjeeiere, dersom det skal åpnes for dette.

11.2 Adgangen til å la seg forvalterregistrere

11.2.1 Gjeldende rett

Allmennaksjeloven § 4-10 første ledd lyder slik:

«En bank eller annen forvalter som er godkjent av Kongen, kan føres inn i aksjeeierregisteret i stedet for en utenlandsk aksjeeier når aksjene er notert på utenlandsk børs. Kongen kan samtykke i forvalterregistrering av aksjer som tilhører utenlandske aksjeeiere også i andre tilfeller enn nevnt i forrige punktum.»

Bestemmelsen innebærer som nevnt et unntak fra hovedregelen i allmennaksjeloven § 4-4 annet ledd som bestemmer at eiernes navn, adresse og identifikasjonsnummer skal fremgå av aksjeeierregisteret.

11.2.2 Utvalgets vurderinger og forslag

Det kan reises spørsmål om adgangen til å la seg forvalterregistrere bør begrenses til visse kategorier investorer, eksempelvis juridiske personer. Det er imidlertid ikke særlige hensyn som tilsier at fysiske personer bør avskjæres fra å la seg forvalterregistrere. Når en slik begrensning i tillegg vil være temmelig enkel å omgå og resurskrevende å håndheve, ser *utvalget* ikke grunn til å foreslå en slik avgrensning.

Forutsatt at det skal være en generell adgang til forvalterregistrering uavhengig av investors nasjonalitet, ser ikke *utvalget* grunn til at adgangen til å la seg forvalterregistrere skal være en annen for innenlandske investorer enn for utenlandske. *Utvalget* anser det således også mest hensiktsmessig at forvalterregistrering reguleres i samme bestemmelse, uavhengig av investorens nasjonalitet. En adgang for også innenlandske aksjonærer til å la seg forvalterregistrere kan med dette gis ved å stryke begrensningen til utenlandske aksjeeiere i allmennaksjeloven § 4-10. Samtidig bør bestemmelsen som nevnt i kapittel 10.2 ovenfor, bringes i samsvar med Kredittilsynets samtykkepraksis i den forstand at ordningen ikke begrenses til aksjer notert på utenlandsk børs. Som nevnt i kapittel 10.2 finner *utvalget* at forvalterregistrering av uoterte aksjer fremdeles bør forutsette Kredittilsynets samtykke. Ny ordlyd kan da bli:

«En bank eller annen forvalter som er godkjent av Kongen, kan føres inn i aksjeeierregisteret i stedet for en aksjeeier når aksjene er notert på børs.»

Etter *utvalgets* oppfatning er det ikke nødvendig med ytterligere tilpasninger av lovteksten i allmennaksjeloven § 4-10 for å åpne for at også innenlandske aksjonærer skal kunne la seg forvalterregistrere.

11.3 Adgangen til å være forvalter

11.3.1 Gjeldende rett

Etter allmennaksjeloven § 4-10 kan «bank eller annen forvalter godkjent av Kongen» opptre som forvalter. Denne kompetansen til å godkjenne forvaltere er som nevnt delegert til Kredittilsynet. I verdipapirregisterloven § 6-3 første og fjerde ledd er Finansdepartementet gitt hjemmel til å fastsette nærmere regler om godkjenning og tilbakekall av tillatelse til å være forvalter, samt forvalters opplysnings- og oppbevaringsplikt, i forskrift. Under henvisning til at det som nevnt i kapittel 4.2 foreløpig ikke er gitt slik forskrift, er det naturlig å vise til tilsvarende forskrift om forvalterregistrering i verdipapirfonds andelseierregister som er trådt i kraft. Forskrift 18. desember 2003 nr. 1638 om forvalterregistrering i verdipapirfonds andelseierregister bestemmer i § 3 første ledd følgende:

«Norsk eller utenlandsk bank, verdipapirforetak, verdipapirregister eller forvaltningsselskap, som er underlagt offentlig tilsyn i sitt hjemland, kan etter søknad til Kredittilsynet gis tillatelse til å stå oppført som forvalter i andelseierregister. Verdipapirforetak må ha konsesjon til mottak og formidling av ordre på vegne av investor og/eller aktiv forvaltning av investors portefølje av finansielle instrumenter for å kunne godkjennes som forvalter. Forvaltningsselskap kan bare påta seg forvalteroppdrag i den utstrekning det har tilknytning til forvaltningen av verdipapirfond eller en individuell portefølje.»

Forslaget til forskrift om forvalterregistrering i verdipapirregister for finansielle instrumenter regulerer de samme forholdene i § 2.

11.3.2 Utvalgets vurderinger og forslag

Utvalget har vurdert reglene om adgangen til å være forvalter på vegne av utenlandske aksjeeiere og som gjelder for foretak som ønsker å opptre som forvalter i et aksjeeierregister. *Utvalget* har på denne bakgrunn ikke funnet at det gjør seg gjeldende særlige forhold knyttet til forvalterregistrering av aksjer for innlendinger som tilsier særskilte regler for disse. Det er således ikke behov for andre regler enn de som får anvendelse for forvalterregistrering av aksjer for utlendinger.

Kredittilsynets kompetanse etter forskrift om forvalterregistrering i verdipapirfonds andelseierregister fremstår som diskresjonær. Dette innebærer at Kredittilsynet kan avslå søknaden selv om søker isolert sett tilfredsstillende bestemmelsens objektive kriterier. Kredittilsynet kan også gi parti-

ell tillatelse samt stille vilkår for en tillatelse. Alminnelige forvaltningsrettslige regler om usaklig forskjellsbehandling m.v. medfører likevel at søknad ikke kan avslås uten saklig grunn. *Utvalget* finner grunn til å påpeke at det krav til forutberegnelighet EF-domstolen har lagt til grunn er en del av EU-retten, og dermed også EØS-retten, regler om etableringsrett og fri bevegelighet for tjenesteytelse, medfører at de situasjoner der søknad kan avslås til tross for at søker er en bank, et verdipapirforetak osv. bør fremgå eksplisitt.

Under henvisning til ovennevnte er det *utvalgets* oppfatning at en eventuell adgang til forvalterregistrering for innenlandske aksjeeiere ikke fordrer andre vilkår for den som skal operere som forvalter, enn de krav som gjelder for forvaltere som opererer som sådan på vegne av utenlandske aksjeeiere.

11.4 Innretning av forvaltervirksomheten

11.4.1 Innledning

De ulike hensyn for og imot forvalterregistrering *utvalget* har vurdert ovenfor, kan tilsi at det stilles krav til forvalters innretning av virksomheten. Disse hensynene er stort sett de samme som kan tilsi at det ikke åpnes for adgang til forvalterregistrering, men de får noe annerledes utslag når beslutningen om å åpne for forvalterregistrering først er tatt. Den første gruppen krav er således knyttet til hensynet til effektiv myndighetskontroll. En neste gruppe krav er utslag av hensynet til utsteder. En tredje gruppe er utslag av hensynet til investor, en fjerde av hensynet til lik informasjonstilgang i markedet og en femte av hensynet til alminnelig åpenhet om eierforhold og konstallasjoner i norsk næringsliv.

11.4.2 Registrering av opplysninger om aksjeeieren

11.4.2.1 Gjeldende rett

Etter allmennaksjeloven § 4-10 fjerde ledd skal forvalter gi opplysninger om hvem som eier de aksjer forvalteroppdraget omfatter, og forutsetter dermed at forvalter fører en fortegnelse over disse. Den nevnte forskriften om forvalterregistrering i verdipapirfonds andelseierregister krever i § 4 at forvalter fører en fortegnelse over de andelseierne han er forvalter for, og angir nærmere hvilke opplysninger som skal registreres.

I forslaget til forskrift om forvalterregistrering i verdipapirregister for finansielle instrumenter er

tilsvarende forhold regulert i forslagets § 3. Sentralt ved begge bestemmelsene, både den vedtatte forskriften og forskriften som foreløpig ikke er vedtatt, er at de pålegger forvalter en plikt til enhver tid å holde rede på hvem som er reell eier. I forslaget til forskrift om forvalterregistrering i verdipapirregister for finansielle instrumenter, kreves ikke at forvalter til enhver tid skal ha et oppdatert register hvor reell eier fremgår. Men siden vedkommende forvalter til enhver tid må holde rede på hvem som er reell eier, finner *utvalget* at realiteten i forvalters plikter vil være de samme her dersom forslaget blir vedtatt i samsvar med forslaget på dette punkt.

11.4.2.2 *Utvalgets* vurderinger og forslag

En plikt til å holde rede på hvem som til enhver tid er reell eier av en aksje, innebærer en omfattende aktivitetsplikt for forvalter. Dette henger blant annet sammen med at den som er registrert hos forvalteren selv kan være forvalter for andre. Den forvalter som har konsesjon gitt av norske myndigheter, vil da måtte holde oversikt over de transaksjoner som gjøres til, fra eller innenfor forvalterkonti opprettet hos ham, og så videre nedover i lagene av forvaltere. En slik plikt vil i praksis være svært vanskelig å oppfylle, og i enkelte tilfelle vil den antakelig umuliggjøres av taushetspliktregler og regler om banksekretesse. Det nevnes at forvalteren i praksis ofte ikke vet om oppdragsgiver er den egentlige eier av aksjene som er registrert på vedkommende. Videre er det lite sannsynlig at forvalteren gjøres kjent med transaksjoner som skjer i eventuelle underledd. *Utvalget* viser til at forvaltere *utvalget* har snakket med har tilkjennegitt at en slik plikt til enhver tid å holde rede på hvem som er reell eier utover den som er registrert hos vedkommende, er tilnærmet umulig å overholde i praksis ved forvalterregistrering i flere ledd. Det kan derfor settes spørsmålsteget ved om det bør pålegges en slik plikt. *Utvalget* viser til at det i andre land er vanlig at forvalter bare plikter å opplyse om identiteten til den som er registrert hos seg.

Hensynet til en effektiv myndighetskontroll tilsier at så komplette opplysninger om reell eier som mulig bør kunne innhentes uten bruk av større administrative ressurser eller mer spille av tid enn nødvendig. Det som vanskeliggjør kartleggingen av hvem som er reell eier av en aksje, er som nevnt først og fremst forvalterregistrering i flere lag. Problemet kan trolig reduseres dersom det stilles som vilkår for konsesjon til å opptre som forvalter, at forvalter ikke opptar andre for-

valtere i sitt register. Spørsmålet blir dermed om et slikt krav vil medføre at det norske markedet fremstår som mindre interessant for utenlandske investorer, og om dette i så fall tilsier at reglene heller bør utformes slik at norske investorer pålegges slik begrensning.

En av fordelene ved bruk av forvalter vil som nevnt kunne være muligheten for at aksjeeieren kan samle sine investeringer hos én forvalter og dermed ha mulighet til å velge at aksjene blir regulert av ett lands rett, jf. kapittel 9.3 ovenfor. På bakgrunn av det *utvalget* har grunn til å tro, er det i hovedsak institusjonelle investorer som investerer globalt som vil benytte seg av forvalterregistreringsadgang også for innenlandske aksjonærer. I så fall vil trolig investor ønske å benytte den samme forvalteren for alle sine aksjeinvesteringer. En regulering som hindrer muligheten for å la disponeringen over aksjene bli regulert av ett lands rett, vil anses som mindre attraktiv sammenliknet med regelverket for utenlandske aksjeeiere. I tillegg kommer de praktiske vanskelighetene med håndhevingen av en slik regel. *Utvalget* finner at det avgjørende er at tilgang på opplysningene er tilgjengelig for aktuell kontrollmyndighet og andre som med hjemmel i lov har krav på opplysninger om reell eier. At forvalterregistrering medfører at det tar lengre tid å fremskaffe opplysningene, eksempelvis fordi man må gå via flere ulike kilder for å få vite hvem som er reell eier, finner *utvalget* er en faktisk konsekvens av at aksjene er forvalterregistrert.

Regelverket knyttet til konsesjonsordningen for forvaltere som opptrer på vegne av utenlandske aksjeeiere, anses etter *utvalgets* vurdering tilstrekkelig slik det er utformet i allmennaksjeloven. *Utvalget* finner derfor ikke grunn til å foreslå endringer i allmennaksjelovens kriterier som følge av at forvalterregistrering tillates også for innenlandske aksjeeiere. Videre finner ikke *utvalget* det ønskelig å pålegge forvalter en plikt til å holde en oppdatert oversikt over hvem som er den reelle eieren av en forvalterregistrert aksjer under henvisning til de praktiske vanskelighetene det er forbundet med en slik plikt som nevnt ovenfor. Derimot forutsetter *utvalget* at det er tilstrekkelig og mest hensiktsmessig at forvalteren til enhver tid plikter å holde rede på og føre register over de som vedkommende står som forvalter på vegne av. Etter *utvalgets* oppfatning er dette regler som naturlig hører hjemme i forskrift. Det vises således til at nåværende forskriftshjemmel i verdipapirregisterloven § 6-3 første og fjerde ledd anses tilstrekkelig for å gi bestemmelser om dette.

Mindretallets vurderinger

Utvalgets mindretall, medlemmet *Larsen*, legger til grunn at den registrerte forvalter skal foreta slik innrapportering av beholdninger og transaksjoner til norsk verdipapirregister som er nødvendig for at registeret skal bli i stand til rettidig å avgi fullstendige og korrekte oppgaver til ligningsmyndighetene. Denne oppgaven antas å bli enda mer krevende dersom det mellom den registrerte forvalter og reell eier fins underforvaltere og rapporteringen således forutsetter medvirkning fra flere ledd i en forvalterkjede. Risikoen for svikt i rapporteringen kan forutses å øke i den grad det i kjeden opptrer forvaltere som ikke er godkjent av norske myndigheter. Man vil da ikke ha den samme sikkerhet for at forvalteren er innforstått med og har de nødvendige forutsetninger for oppfyllelse av sine rapporteringsplikter. *Mindretallet* foreslår derfor at forvalterregistrering kun skal tillates i ett ledd, alternativt at alle ledd i en forvalterkjede selv må inneha godkjennelse fra norske myndigheter.

11.4.3 Innsynsrett og opplysningsplikt

11.4.3.1 Gjeldende rett

Verdipapirregisterloven § 6-3 fjerde ledd bestemmer at forvalter har plikt til å gi opplysninger om de reelle eierne i samme omfang og på samme måte som verdipapirregisteret er pliktig til etter lov. I tillegg gir bestemmelsen hjemmel til å gi nærmere regler om forvalters opplysningsplikt.

Kontrollmyndighetene har hjemmel i respektive regelverk. I tillegg til kontrollmyndighetenes krav på opplysninger fra forvalter, er det grunn til å nevne forvalters opplysningsplikt overfor selskapene som har utstedt aksjene forvalteroppdraget omfatter. Det vises for øvrig til redegjørelsen i kapittel 4.2 ovenfor.

I forskrift om forvalterregistrering i verdipapirfonds andelseierregister § 5 reguleres forvalters opplysningsplikt gjennom henvisning til verdipapirregisterloven § 8-2 nr. 1, 2, 3 og 5. Forskriften om forvalterregistrering i verdipapirfonds andelseierregister krever også at forvalter innhenter oppdragsgivers forhåndssamtykke til at forvalter kan gi offentlige myndigheter de opplysninger de kan kreve i medhold av forskriften. Dersom oppdragsgiver ikke gir slikt samtykke, plikter forvalter å frasi seg oppdraget.

I forslaget til forskrift om forvalterregistrering i verdipapirregister for finansielle instrumenter reguleres forvalters opplysningsplikt i § 4. Kjernen i bestemmelsen er at forvalter har plikt til å gi opplysning til den som med hjemmel i eller i medhold

av lov har rett til slike opplysninger fra verdipapirregisteret. Forvalters opplysningsplikt svarer til den opplysningsplikt verdipapirregisteret har, både med hensyn til innholdet i de opplysninger som gis og med hensyn til hvem som kan kreve opplysningene. Forslaget er her i det alt vesentlige i samsvar med de vilkår Kredittilsynet stiller i dag ved godkjenning av forvalter etter allmennaksjeloven § 4-10.

11.4.3.2 Utvalgets vurderinger og forslag

Utvalget minner om at allmennaksjeloven § 4-10 fjerde ledd er et uttrykk for at lovgiver har ment at selskapet og kontrollmyndigheter har et særskilt behov for opplysning om reell eier av aksjene, og at tilgangen på disse opplysningene ikke skal bli borte som følge av at aksjene er forvalterregistrert. Som følge av en eventuell utvidelse av forvalterregistreringsadgangen, aktualiseres dette hensynet ytterligere. *Utvalget* finner at dagens lovregulering knyttet til forvalters opplysningsplikt overfor selskap og kontrollmyndigheter er tilstrekkelig, slik at lovendring ikke er nødvendig. Det kan imidlertid vurderes om det blant annet på grunn av en utvidelse av forvalterregistreringsadgangen, og dermed økt forvalterregistrering, burde fastsettes klare og skjærpede krav til forvalters opplysningsplikt, for eksempel krav om klare tidsfrister, krav til forvalters rutiner for oppfyllelse av opplysningsplikten og så videre. *Utvalget* anser det mest hensiktsmessig at slike utfyllende bestemmelser om forvalters opplysningsplikt, herunder hva forvalter skal gi opplysninger om, gis i forskrift. Gjeldende hjemmel i verdipapirregisterloven § 6-3 fjerde ledd er tilstrekkelig for å dekke dette. Det er etter *utvalgets* oppfatning ikke behov for å stille andre krav til forvalters opplysningsplikt som en følge av en adgang til forvalterregistrering også for innenlandske aksjeeiere.

Som omtalt i kapittel 9.9, bør informasjon om hvem som er eiere i norske aksjeselskap og allmennaksjeselskap være tilgjengelig for allmennheten. En generell adgang til forvalterregistrering for aksjeeiere vil medføre at aksjeeierboken/aksjeeierregisteret ikke gir et helhetlig bilde av hvem som er selskapets reelle eiere. *Utvalget* viser for øvrig til drøftelsene i kapittel 10.5 ovenfor, og foreslår at allmennaksjeloven § 4-10 femte ledd gis følgende ordlyd:

«Kongen kan gi forskrift om forvalterregistrering, herunder om forvalterens plikt til å gi offentlig myndighet opplysning om eierforholdene til de aksjer som forvaltes, samt om plikt

til å rapportere periodisk om eierforholdene til offentlig myndighet eller andre.»

11.4.4 Oppbevaring av opplysninger

11.4.4.1 Gjeldende rett

Det følger av verdipapirregisterloven § 6-3 fjerde ledd at departementet kan gi nærmere regler i forskrift om forvalterens opplysningsplikt og plikt til oppbevaring av opplysningene. Det fremgår av forskrift om forvalterregistrering i verdipapirfonds andelseierregister § 4 siste ledd at forvalter skal lagre «alle opplysninger om forvaltningsoppdrag og oppdragsgivere, herunder oversikt over endringer i oppdragsgivernes porteføljer av forvalterregistrerte andeler, i 10 år.» I Kredittilsynets utkast til forskrift om forvalterregistrering i verdipapirregister § 3 siste ledd er det foreslått at forvalter skal ha en plikt til å oppbevare alle opplysninger om forvalteroppdrag, oppdragsgiver og reelle eiere i 10 år.

Før verdipapirregisterloven var det usikkert hvorvidt forvalter hadde en rettslig forankret plikt til å gi historiske opplysninger om reell eier mv. I verdipapirregisterloven § 6-3 fjerde ledd fremgår som nevnt at forvalter har plikt til å gi opplysning om de reelle eierne i samme omfang og på samme måte som den opplysningsplikten verdipapirregisteret har i medhold av lovens § 8-2 eller annen lov. Dette er uttrykkelig uttalt i forarbeidene til loven. Hvilke opplysninger forvalter har plikt til å gi, følger av aktuelt hjemmelsgrunnlag. I henhold til verdipapirregisterloven § 6-6 tredje ledd skal opplysninger som er slettet fra rettighetsregisteret oppbevares i minst 10 år. I forarbeidene er det uttrykkelig uttalt at det kan være behov for opplysninger som har blitt slettet fra registeret for eksempel ved etterforskning av straffbare handlinger.¹

Forarbeidene omtaler ikke direkte om forvalter også har tilsvarende plikt til å opplyse om slike historiske forhold. *Utvalget* finner det noe uklart om forvalters opplysningsplikt om historiske forhold følger allerede av verdipapirregisterloven § 6-3 fjerde ledd første punktum, jf. § 6-6 tredje ledd, eller om en slik opplysningsplikt fordrer forskriftsbestemmelse i samsvar med § 6-3 fjerde ledd, siste punktum. Reelle hensyn kan tilsi at også forvalter har plikt til å opplyse om historiske eierforhold.

11.4.4.2 Utvalgets vurdering og forslag

Uavhengig av om forvalter har opplysningsplikt om historiske forhold direkte av verdipapirregisterloven § 6-3 fjerde ledd, finner *utvalget* at en slik opplysningsplikt bør presiseres nærmere i for-

¹ Jf. NOU 2000:10 side 176.

skrift. Tilgang på opplysninger knyttet til historiske eierforhold er viktig av hensyn til kontrollmyndighetene.

Å sikre at historiske opplysninger holdes tilgjengelig hos forvalter er derfor viktig av hensyn til offentlige myndigheters kontrollvirksomhet. *Utvalget* viser til at gjeldende regulering av forvalterregistrering i verdipapirfonds andelseierregister stiller krav til at forvalter oppbevarer opplysninger om reelle eiere mv. i minst 10 år. Videre vises til at krav til oppbevaring av opplysninger er regulert under en rekke andre lover, blant annet regnskapsloven 1998 § 2-7 annet ledd, som stiller krav om oppbevaring av regnskapsopplysninger i 10 år etter regnskapsårets slutt. Som nevnt skal verdipapirregisteret i henhold til verdipapirregisterloven § 6-6 tredje ledd oppbevare slettede opplysninger i 10 år. Etter *utvalgets* oppfatning er en oppbevaringsplikt i 10 år et naturlig utgangspunkt også for forvalters plikt til å oppbevare opplysninger om reelle eiere mv. En eventuell adgang til forvalterregistrering for innenlandske aksjeeiere vil ikke medføre behov for å stille andre krav til oppbevaring av opplysninger, og *utvalget* finner ikke grunn til å foreslå endringer på dette punkt.

11.4.5 Separasjonskrav og krav til notifikasjon

11.4.5.1 Gjeldende rett

Verdipapirregisterloven § 6-3 tredje ledd bestemmer at finansielle instrumenter som tilhører forvalteren ikke kan være registrert på forvalterkonto som forvaltes av vedkommende. Bakgrunnen for kravet er hensynet til å unngå sammenblanding mellom forvalters og investorenes formuesmasse. Videre følger det av verdipapirregisterloven § 6-3 første ledd at det skal fremgå av registeret at en konto er en forvalterkonto.

11.4.5.2 Utvalgets vurderinger og forslag

Utvalget finner at gjeldende regler knyttet til separasjon og notifikasjon anses tilstrekkelig for å skille aksjeeierens rettigheter fra forvalterens egne. Det synes ikke å være grunn til å gi andre regler ved forvalterregistrering av aksjer, for eksempel ved å stille krav om at forvalters register, det vil si depotfunksjonen, skilles ut som eget rettssubjekt. En eventuell adgang til forvalterregistrering for innenlandske aksjeeiere medfører etter *utvalgets* vurdering ikke behov for å stille separasjons- eller notifikasjonskrav utover det som allerede følger av verdipapirregisterloven.

11.5 Krav om undersøkelsesplikt for kontofører

Det kan ikke utelukkes at et foretak registreres som reell eier selv om det i realiteten er en forvalter. Dette gir grunnlag for å reise spørsmålet om kontofører bør pålegges en undersøkelsesplikt med hensyn til om det i realiteten foreligger en forvalterregistrering. *Utvalget* er av den oppfatning at hvitvaskingsreglene er tilstrekkelige med hensyn til de nødvendige undersøkelser, og foreslår således ikke særskilt regulering i lov om en slik undersøkelsesplikt.

11.6 Sanksjoner

11.6.1 Gjeldende rett

Sanksjoner ved brudd på reglene i verdipapirregisterloven § 6-3 om forvalterregistrering og forvalters plikter, er som nevnt i kapittel 4.2 regulert i verdipapirregisterloven. I henhold til § 6-4 første ledd kan Kredittilsynet kreve en konto sperret dersom noen forvalter en forvalterkonto uten tillatelse fra Kredittilsynet, slik godkjenning trekkes tilbake eller forvalter ikke oppfyller sin opplysningsplikt, jf. § 6-3 fjerde ledd.

Etter ligningsloven § 10-6 kan ligningsmyndighetene pålegge den som ikke oppfyller sine plikter etter blant annet ligningsloven §§ 6-5 og 6-15 å oppfylle sin plikt under en daglig løpende tvangsmulkt.

11.6.2 Utvalgets vurderinger og forslag

I likhet med tidligere lovutvalg finner også *utvalget* at brudd på forvalters plikter, herunder opplysningsplikten og kravet om at den som opererer som forvalter i et norsk verdipapirregister må ha tillatelse fra Kredittilsynet, må kunne håndheves ved hjelp av sanksjoner.

Departementet ga i Ot.prp. nr. 39 (2001-2002) punkt 9.3 ved omtale av ligningsloven § 10-6 uttrykk for at det var viktig å legge mulighetene til rette for bruk av løpende tvangsmulkt overfor forvaltere, både norske og utenlandske, dersom de ikke oppfyller sine plikter overfor ligningsmyndighetene. Slik mulighet vil i dag foreligge dersom forvalteren ikke etterkommer pålegg gitt i medhold av ligningslovens kapittel 6.

Når det gjelder de oppgavene over beholdninger og transaksjoner m.v. som i henhold til ligningsloven § 6-5 skal leveres ukrevet, legger imidlertid *utvalget* til grunn at det er mer hensiktsmes-

sig at oppgaveplikten påhviler verdipapirregisteret, og ikke hver enkelt forvalter.

Denne løsningen forutsetter at forvalter innrapporterer til norsk verdipapirregister de opplysningene dette registeret er avhengig av for å kunne avgi korrekte og rettidige oppgaver til ligningsmyndighetene. En slik plikt for forvalter kan klargjøres ved atplikten nedfelles i forskrift i medhold av verdipapirregisterloven § 6-3. For de oppgavene som skal gis ukrevet til bestemt tid, vil således forvalterens opplysningsplikt overfor ligningsmyndighetene være av indirekte karakter og forankret i annet regelverk enn ligningslovens kapittel 6 som sanksjonsbestemmelsen i lovens § 10-6 viser til. Svikter innrapporteringen fra forvalter til registeret, vil registeret ikke ha mulighet til å oppfylle sin oppgaveplikt. *Utvalget* vil i slike tilfeller anse det mer rimelig og formålstjenlig å rette sanksjonen løpende tvangsmulkt mot forvalteren. Det foreslås derfor hjemmel for slik sanksjonsbruk inntatt som nytt annet punktum i ligningsloven § 10-6 nr. 1.

Den sperreadgang Kredittilsynet har i verdipapirregisterloven § 6-4 innebærer som nevnt at forvalter ikke lenger kan disponere over verdipapirkontoen. Aksjelovutvalget foreslo i NOU 1996: 3 tvangssalg som sanksjonsmiddel ved forvalters brudd på opplysningsplikten. Verdipapirsentrallovutvalget anså i NOU 2000: 10 at tvangssalg ikke var

det mest egnede sanksjonsmiddelet. Dette blant annet fordi tvangssalg kunne få konsekvenser utover forvalter og reell eier ved store aksjeposter og derfor ble ansett som mer inngripende enn sperring. Sperring ble også ansett mer egnet som virkemiddel for å fremtvinge opplysning om investorenes identitet. Selv om Finansdepartementet var enig i at sperring var mest egnet som sanksjonsmiddel, mente departementet at det burde gis hjemmel for nærmere regler om tvangssalg, jf. Ot.prp. nr. 39 (2001-2002) side 83 og kapittel 10.6 ovenfor. Slik forskriftshjemmel ble som nevnt i kapittel 10.6 imidlertid ikke foreslått.

En utvidelse av forvalterregistreringsadgangen til å omfatte også innenlandske aksjeeiere, vil ikke slik *utvalget* vurderer det, medføre at vurderingene knyttet til adgangen til sperring og tvangssalg blir annerledes, og viser til kapittel 10.6 ovenfor.

Under henvisning til gjeldende sanksjonsbestemmelse om sperring i verdipapirregisterloven § 6-4, finner således ikke *utvalget* behov for å foreslå ytterligere sanksjonsbestemmelser i regelverket om forvalterregistrering for aksjer spesielt. Etter *utvalgets* oppfatning vil en adgang til forvalterregistrering også for innenlandske aksjeeiere ikke medføre behov for sanksjoner utover det som allerede følger av verdipapirregisterloven.

Kapittel 12

Rettsvern

12.1 Innledning

Det følger av *utvalgets* mandat at det skal vurdere regler for hvordan rettsvern kan oppnås for forvalterregistrerte finansielle instrumenter. Med rettsvern menes i denne sammenheng den beskyttelse en rettighetshaver til et finansielt instrument har mot konkurrerende rettigheter. Dette medfører at rettsvernsreglene skal sikre erverver mot at avhender senere disponerer over det finansielle instrumentet med virkninger for ham, og mot at avhenders kreditorer kan søke dekning for sitt tilgodehavende i instrumentene.

Utvalget vil innledningsvis bemerke at rettsvernsreglene etter mandatet skal omfatte finansielle instrumenter og ikke bare aksjer. Dersom det åpnes for forvalterregistrering for innlendinger vil imidlertid behovet for regler på området bli større enn det er i dag.

Behovet for rettsvernsregler for disposisjoner over finansielle instrumenter knytter seg ikke bare til finansielle instrumenter som er innført og registrert i et norsk verdipapirregister, men også til finansielle instrumenter som opprinnelig er innført i et utenlandsk verdipapirregister, men som er registrert i Norge hos en norsk forvalter. *Utvalget* har vurdert rettsvernsregler for begge disse tilfellene. I det følgende benyttes begrepet *innført* for å beskrive i hvilket register den opprinnelige registreringen, eller utstedelsen, av de finansielle instrumentene har funnet sted. Begrepet *registrering* benyttes for å beskrive senere anmerkninger av rettigheter til de utstedte finansielle instrumentene. Det vil således alltid være registreringer knyttet til det finansielle instrumentet i det registeret hvor det er innført, men registreringer av rettigheter kan også skje i registre som for det aktuelle finansielle instrumentet fungerer som underregister for registeret hvor det finansielle instrumentet er innført. Dette kan være et annet verdipapirregister, eller et register hos en forvalter som har en forvalterkonto i det registeret det finansielle instrumentet er utstedt.

12.2 Gjeldende rett

12.2.1 Finansielle instrumenter innført i et norsk verdipapirregister

Rettsvernsreglene for aksjer som er innført i et norsk verdipapirregister fremgår av verdipapirregisterlovens kapittel 7 – *Rettsvirkninger av registrering*.

Hovedregelen er at en rettighet som er registrert i verdipapirregisteret, går foran rettigheter som ikke er registrert eller som registreres senere. Med rettighet menes ifølge lovforarbeidene enhver rett til det finansielle instrumentet, også rettigheter som følger av arrest, utlegg og konkurs, jf. Ot. prp. nr. 39 (2001-2002) side 158. Dette betyr at den som får registrert sin rett til det finansielle instrumentet, ekstingverer konkurrerende rettigheter som ikke er registrert. I forhold til konkurser er det således registreringen av konkursen på investors konti i verdipapirregisteret som er det avgjørende tidspunkt, og ikke konkurssåpningen.

I tråd med alminnelig tingsrettslige prinsipper er det gjort unntak for rettigheter som er ervervet ved arv. Disse må stå tilbake for eldre registrerte og uregistrerte rettigheter, jf. verdipapirregisterloven § 7-1 tredje ledd. Når det gjelder rettighet som er ervervet ved avtale, må rettighetshaveren være i aktsom god tro på registreringstidspunktet med hensyn til konkurrerende rettigheter for at han skal kunne ekstingvere tidligere rettsstiftelser i det finansielle instrumentet, jf. verdipapirregisterloven § 7-1 annet ledd. Verken VPS eller kontofører foretar prøving av om god tro-kravet er oppfylt. Spørsmål knyttet til god tro-kravet må tas opp av den konkurrerende rettighetshaver i ettertid. Dette tilsvarer systemet i tinglysningsloven. Ved handel foretatt på børs eller gjennom meglerapparatet vil god tro-kravet sjelden ha noen praktisk betydning, ettersom motparten da som regel er ukjent.

Det følger av verdipapirregisterloven § 7-2 at en avtalebasert rettighet ikke kan settes til side selv om det viser seg at avhenders rett ikke var i samsvar med verdipapirregisterets innhold med min-

dre erverver var eller burde vært kjent med dette på registreringstidspunktet. Dette innebærer at en avtaleerhverver i utgangspunktet kan legge til grunn at registerets innhold er korrekt. Verdipapirregisteret har med andre ord en positiv rettslig troverdighet.

12.2.2 Nærmere om aksjer registrert på en forvalterkonto

I følge verdipapirregisterloven § 6-3 annet ledd har forvalteren fullmakt til å råde over beholdningen på en forvalterkonto med bindende virkning for investoren, og med de rettsvirkningene som er beskrevet ovenfor. Registreringer på forvalterkontoen i verdipapirregisteret behandles med på samme måte som om kontoen skulle tilhøre den reelle eieren.

12.2.3 Registreringer i det underliggende system hos forvalteren

Ved overføringer av finansielle instrumenter mellom forskjellige beholdninger på en forvalterkonto, bestemmer verdipapirregisterloven § 6-3 femte ledd siste punktum at slike overføringer ikke har rettsvirkninger etter verdipapirregisterloven. Verdipapirsentrallovutvalget vurderte i hvilken utstrekning lovens regler om rettsvern, negotiabilitet og prioritet til oppfyllelse også burde gjelde ved overføringer mellom forskjellige beholdninger som er registrert på én og samme samlekonto, jf. NOU 2000: 10 side 175. Det ble blant annet vurdert hvorvidt forvalterens interne fortegnelser over rettigheter til finansielle instrumenter på samlekonto skulle gis samme virkning som selve verdipapirregisteret, slik at reglene om rettsvern og negotiabilitet kom til anvendelse ved overføringer internt på samlekonto. Verdipapirsentrallovutvalget valgte å ikke gi regler om dette. I merknaden til verdipapirregisterloven § 6-3 uttaler Verdipapirsentrallovutvalget følgende i NOU 2000: 10 side 174-175:

«For øvrig foreslås det i femte ledd tredje punktum at overføringer mellom investorer registrert på samme samlekonto ikke skal ha rettsvirkninger etter kapittel 9. Dette innebærer bl.a. at erververens rettsvern mot avhenderens kreditorer må avgjøres ut fra andre regler enn utkastets § 9-4.»

Ettersom det ikke foreligger lovregler om rettsvern for rettigheter til finansielle instrumenter registrert hos en forvalter, må spørsmålet løses ut fra ulovfestet rett. Etter *utvalgets* oppfatning er det nærliggende å legge den samme løsning til grunn

ved overføringer av forvalterregistrerte instrumenter som ved overdragelse av negotiable dokumenter som ligger i depot hos tredjemann. Det følger av ulovfestet rett at overdragelse av instrumentene får rettsvern ved at depositaren får melding om transaksjonen. Ved pantsettelse av slike dokumenter er løsningen lovregulert, jf. panteloven § 4-1 første ledd som viser til panteloven § 3-2 tredje ledd. Etter det *utvalget* er kjent med er det på grunn av rettsusikkerheten en begrenset praksis med pantsettelser og overdragelser i sikringsøyemed av utenlandske finansielle instrumenter som er registrert hos norske forvaltere. I den grad dette likevel forekommer, har *utvalget* inntrykk av at notifikasjonsinstituttet (melding til depositar) legges til grunn som rettsvernsregel.

12.2.4 Finansielle instrumenter registrert hos norsk forvalter som ikke er innført i et norsk verdipapirregister

Etter *utvalgets* oppfatning må det anses som relativt sikker rett at det er rettsreglene i det landet hvor forvalterens kontosystem er lokalisert som regulerer registreringer i forvalterens register. Tilsvarende prinsipp ligger til grunn for Haag-konvensjonen, jf. kapittel 5.2.3. Det samme prinsippet er også lagt til grunn visse områder i norsk lovgivning. Eksempelvis bestemmer lov om finansiell sikkerhetsstillelse § 9 at for finansiell sikkerhet i form av registrerte finansielle instrumenter reguleres de spørsmål sikkerhetsstillelsen gir opphav til av retten i staten hvor den relevante kontoen føres. Likeledes følger det av lov om betalingssystemer § 4-4 at dersom finansielle instrumenter som nevnt i verdipapirhandeloven § 1-2 annet ledd er stilt som sikkerhet overfor en deltaker i et oppgjørssystem, og retten til de finansielle instrumentene er registrert i et register, en konto eller i et verdipapirregister i en EØS-stat, skal lovgivningen i dette landet være bestemmende for rettighetene til innehaver av sikkerhetsstillelsen. I Ot.prp. nr. 96 (1998-99) side 46 uttalte departementet følgende om forslaget til § 4-4 i lov om betalingssystemer:

«Departementet antar at en slik bestemmelse i hovedsak er i samsvar med ulovfestet norsk rett, og at det derfor i utgangspunktet ikke er nødvendig med en særskilt bestemmelse om dette. For å unngå noen form for tvil på dette punktet, foreslås det imidlertid en lovbestemmelse i samsvar med direktivet.»

Det foreligger ikke lovregler i norsk rett om rettsvern for rettsstiftelser i utenlandske finansielle instrumenter registrert hos en norsk forvalter.

Regler for rettsvern for slike disposisjoner må eventuelt følge av ulovfestet rett. *Utvalget* foreslår derfor å lovfeste regler om overdragelse og pantsettelse av utenlandske finansielle instrumenter som er forvalterregistrert under norsk rett.

12.3 Utvalgets vurderinger

12.3.1 Generelt

Gjennom registreringssystemene for finansielle instrumenter er det registrert eierskap og andre rettigheter til store verdier. Dette gjelder både de rettighetene som er registrert direkte i norske verdipapirregistre og de rettigheter til finansielle instrumenter som er registrert via forvaltere. For sistnevnte kategori vil *utvalget* peke på at norske forvaltere holder finansielle instrumenter for betydelige verdier i utenlandske registreringssystemer på vegne av sine kunder. Underregistrene med oversikten over de reelle eierne av disse finansielle instrumentene befinner seg i Norge.

Etter *utvalgets* vurdering tilsier størrelsen på de verdiene som holdes gjennom forvalternes registreringssystemer at det er behov for klare og konsise regler for rettighetsoverføringer i disse systemene. Behovet for slike regler understrekes av at omsetningshastigheten for finansielle instrumenter er langt høyere enn for andre registrerte formuesobjekter.

Registrering av rettigheter til finansielle instrumenter kan som nevnt enkelt flyttes fra et land til et annet ved å bytte forvalter. *Utvalget* antar at en rettighetshaver til et finansielt instrument under ellers like forhold vil foretrekke å registrere sine rettigheter under en jurisdiksjon som har klare og forutsigbare regler om rettsvirkningene av slik registrering. Den omstendighet at det ikke finnes klare regler i norsk rett om denne type registrering kan utgjøre en konkurranseulempe for norske aktører som ønsker å tilby forvalterregistreringstjenester. *Utvalget* bemerker i denne sammenheng at aktører som har blitt intervjuet av *utvalget* har påpekt at det er lite tilfredsstillende at det ikke er lovregler om hvilken sikringsakt som gjelder for sikkerhetsstillelse etter lov om finansiell sikkerhetsstillelse når denne reguleres av norsk rett. Flere norske banker har overfor *utvalget* påpekt at de i økende grad mottar forespørsler fra kunder om å finansiere investeringer i utenlandske finansielle instrumenter mot sikkerhet. Sikkerheten ønskes etablert i kundens forvalterregistrerte utenlandske finansielle instrumenter hos kundens norske bankforbindelse. Normalt vil det være

ønskelig å etablere sikkerhet i de finansielle instrumentene som faktisk erverves ved hjelp av den innvilgede kreditten. Dersom kunden har andre finansielle instrumenter registrert på forvalterkontoen, vil sikkerhet alternativt kunne etableres i disse. På grunn av den rettslige usikkerheten som knytter seg til rettsvern for rettigheter i forvalterregistrerte finansielle instrumenter under norsk rett, vil norske banker i dag normalt vegre seg for å inngå slike typer forretninger. Bankens alternativ er å avkreve kunden annen form for sikkerhet eller å etablere sikkerhet i den jurisdiksjonen de finansielle instrumentene er registrert. Dette vil imidlertid være tidkrevende og medføre økte kostnader for kunden. Ved slike transaksjoner antas at kundene vil velge å overføre sine finansielle instrumenter til forvaltere underlagt jurisdiksjon med klarere rettsvernsregler, hvilket kan innebære at norske banker ikke kan delta i dette markedet. De banker som har etablert filialnett i flere land vil kunne få konkurransemessige fortrinn fremfor de banker som ikke har det

Rettigheter knyttet til finansielle instrumenter registrert på en forvalterkonto reiser en rekke rettslige spørsmål. For en nærmere beskrivelse av disse, vises til kapittel 5.2 ovenfor som dels omhandler internasjonale initiativ for å harmonisere regler om rettigheter til forvalterregistrerte finansielle instrumenter. *Utvalget* har lagt til grunn at det ligger utenfor *utvalgets* mandat å foreslå regler i norsk rett som vil berøre alle disse områdene.

Innspill *utvalget* har fått fra aktører som tilbyr forvalterregistreringstjenester i Norge, viser imidlertid at det er et behov for regler om rettsvern i forvalterregistrerte finansielle instrumenter. *Utvalget* ser derfor ikke grunn til å avvente utfallet av det arbeid som skjer på internasjonalt plan før det foreslås regler om rettsvern for disposisjoner over forvalterregistrerte finansielle instrumenter.

12.3.2 Finansielle instrument registrert i et norsk verdipapirregister

Som beskrevet ovenfor reguleres registrering av rettigheter til finansielle instrumenter registrert direkte i et verdipapirregister av verdipapirregisterlovens kapittel 7. Etter det *utvalget* kjenner til fungerer disse reglene tilfredsstillende.

Verdipapirregisterloven § 6-3 femte ledd siste setning, bestemmer at overføringer av finansielle instrumenter mellom beholdninger på samme forvalterkonto ikke har rettsvirkninger etter kapittel 7.

Ved utformningen av de rettsvernsregler som skal gjelde ved disposisjoner over forvalterregistrerte finansielle instrumenter, er det etter *utvalgets* oppfatning to tilnærminger som fremstår som nærliggende. Den ene er å knytte rettsvirkningene til registrering i forvalters register, og den andre er å knytte rettsvirkningene til en notifikasjon av forvalteren.

Den løsning som velges må ivareta de sentrale prinsipper som ligger til grunn for rettsvernsreglene i verdipapirregisterloven. Verdipapirsentrallovutvalget ga i NOU 2000: 10 side 129 uttrykk for at disse reglene bygger på hevdvunne prinsipper som er kjent fra andre rettsområder. Verdipapirsentrallovutvalget viste i denne sammenheng til de da gjeldende regler i verdipapirsentralloven, og gikk ikke nærmere inn på innholdet i prinsippene. *Utvalget* er enig i Verdipapirsentrallovutvalgets vurdering av at rettsvernsakten må ivareta tre hovedhensyn, - notoritet, legitimasjon og publisitet. *Notoritetshensynet* tilsier at rettsvernsakten bør gjøre det mulig å fastslå i ettertid, med rimelig grad av sikkerhet, at rettsstiftelsen virkelig ble foretatt, og tidspunktet for denne. *Legitimasjonshensynet* dreier seg om at rettsstiftelsen skal komme til uttrykk utad slik at den som disponerer, ikke senere fremtrer som legitimert til å disponere i strid med rettsstiftelsen. *Publisitetshensynet* går ut på at det skal være mulig å følge med på hvilke verdier en debitor har tilgjengelig for mulig dekningsaksjon fra kreditorenes side.

Utvalget har lagt til grunn at dersom notifikasjon av forvalter er tilstrekkelig til å ivareta disse hensynene, vil også registrering i forvalters register ivareta disse hensynene. Årsaken er at det vanskelig kan tenkes en registrering uten en forutgående notifikasjon. *Utvalget* har derfor vurdert hvorvidt notifikasjon av forvalter er tilstrekkelig til å ivareta notoritetshensynet, legitimasjonshensynet og publisitetshensynet.

Notoritetshensynet er etter *utvalgets* mening ivaretatt gjennom varsel til forvalter. *Utvalget* viser til at dette er tilstrekkelig i tilsvarende sammenhenger. Som eksempler kan nevnes pantsettelse og overdragelse av enkle pengekrav og ikke-registrerte aksjer hvor rettsvern oppnås ved melding til debitor cessus, henholdsvis selskapet, se panteloven §§ 4-5 og 4-2a, gjeldsbrevloven § 29 og aksjeloven §§ 4-8 og 4-13. I disse tilfellene oppnås rettsvern ved melding til en tredjepart som ikke har status som rettighetsregister eller lignende.

Eierens disposisjonsrett til det finansielle instrumentet utledes fra forvalteren. Eierens vil følge bli fratatt sin legitimasjon ved at overdragelse, pantsettelse og lignende av de finansielle

instrumentene meldes til forvalteren. Informasjon om eierskapet vil ikke være offentlig tilgjengelig slik at legitimasjon, eller manglende legitimasjon, ikke fremkommer utad. Tilsvarende gjelder imidlertid ved registrering i et verdipapirregister.

Publisitetshensynet vil være dårlig ivaretatt ved notifikasjon til forvalter ettersom dette vil være informasjon som ikke er offentlig tilgjengelig. Dette vil heller ikke bli avhjulpet ved å sette krav til at rettsstiftelsen skal registreres i forvalters register, ettersom dette registeret ikke vil være tilgjengelig for allmennheten.

Etter *utvalgets* mening er likevel de hensyn som taler for å oppstille særskilte krav til rettsvernsakt tilstrekkelig ivaretatt ved at rettsvern etableres ved notifikasjon av forvalteren.

Utvalget har vurdert hvorvidt rettsvirkningene av notifikasjonen først bør inntreffe i det overførselen er registrert i et register hos forvalteren. Dette vil i praksis innebære et krav til at forvalter skal føre register over de underliggende rettighetshavere til forvalterregistrerte finansielle instrumenter. *Utvalget* antar at enhver aktør som tilbyr forvalterregistreringstjenester på profesjonell basis, i praksis uansett ville måtte føre en eller annen form for fortegnelse over rettighetene til de finansielle instrumentene som er registrert gjennom vedkommende. *Utvalget* har imidlertid merket seg at Verdipapirsentrallovutvalget uttrykte en viss skepsis til å knytte rettsvirkninger til forvalteres registre i NOU 2000: 10 side 136:

«et system med rettsvern og negotiabilitet mv. internt på samlekonti ville derfor kreve at det ble fastsatt en del særlige regler om dette, bl.a. om skjæringspunkter og andre vilkår for rettsvern og ekstinksjon»

Etter *utvalgets* forslag vil det imidlertid ikke være nødvendig å gi nærmere regler om registerets innretning ettersom rettsvernsakten er notifikasjon av forvalteren.

Utvalget viser også til at nevnte løsning er i tråd med den tilsvarende svenske bestemmelse i lag om kontoföring av finansiella instrument 6. kap. 10 § andre ledd som lyder:

«Underrettäs förvaltaren om att ett finansiellt instrument har överlatits eller pantsatts, inträder samma rättsverkningar som om överlåtelser eller pantsättningen hadde registrerats i et avstämmingsregister»

Etter det *utvalget* er kjent med har det i Sverige ikke ført til problemer at de nærmere krav til underretningen av forvalteren ikke er nærmere regulert enn det som fremgår av lovbestemmelsen.

Utvalget vil dessuten påpeke at forvalterregistrerte finansielle instrumentene i en viss forstand kan sies å være i forvalterens besittelse. I sammenlignbare tilfeller hvor rettsvern oppnås ved at avhender eller pantsetter fratras besittelsen, vil rettsstiftelsen, hvor formuesgodet allerede besittes av en tredjemann, også få rettsvern ved melding til vedkommende tredjemann. Det vises eksempelvis til panteloven § 3-2 tredje ledd som får anvendelse ved pant i vanlige løsøreting, og ved pant i negotiable verdipapirer, jf. panteloven § 4-1 første ledd. Ved spørsmål som måtte oppstå i tilknytning til melding til forvalter, vil en således kunne nyte godt av den praksis, teori og annet rettskildemateriale som foreligger vedrørende eksisterende regler om rettsvern ved melding til tredjemann. Dette vil blant annet gjelde problemstillinger vedrørende skjæringstidspunktet ved konkurrerende rettsstiftelser.

12.3.3 Finansielle instrumenter som er innført i et utenlandsk verdipapirregister og forvalterregistrert gjennom en norsk forvalter

Når finansielle instrumenter som er innført i et utenlandsk verdipapirregister er innført på et underliggende kontosystem hos en forvalter i Norge, vil disposisjoner over de finansielle instrumentene på denne kontoen reguleres av norsk rett, jf. kapittel 12.2.3.

Som beskrevet ovenfor er det ingen lovfestede regler på dette området i norsk rett. Når det gjelder rettsvernsspørsmålet, reises tilsvarende problemstillinger som beskrevet for finansielle instrumenter som er innført i et norsk verdipapirregister og forvalterregistrert gjennom en forvalter i Norge. Etter *utvalgets* vurdering er det behov for klare og forutsigbare regler på dette området. Årsaken til dette er at mens forvalterregistrering av norske finansielle instrumenter i Norge er av begrenset omfang, er det et betydelig større omfang av forvalterregistrering av utenlandske finansielle instrumenter. Så vidt *utvalget* kjenner til, benytter innenlandske investorer i hovedsak *norske* forvaltere ved forvalterregistrering av utenlandske finansielle instrumenter i Norge. *Utvalget* foreslår på denne bakgrunn lovregler for disposisjoner over utenlandske finansielle instrumenter som er forvalterregistrert under norsk rett.

Etter *utvalgets* mening bør reglene for overføringer av rettigheter til forvalterregistrerte finansielle instrumenter som ikke er primærregistrert i et norsk register være mest mulig lik de tilsvarende reglene for finansielle instrumenter som er regis-

trert i et norsk register. Rettsvernsakten bør således være notifikasjon av forvalteren også for denne typen finansielle instrumenter, jf. vurdering i kapittel 12.2.3 ovenfor. Det oppstår imidlertid særlige avgrensningsspørsmål for utenlandske finansielle instrumenter. Det fremgår av verdipapirregisterloven § 2-2 at dersom et finansielt instrument skal innføres i et norsk verdipapirregister, må det ikke være utstedt et dokument som representerer det finansielle instrumentet på en måte som kan komme i strid med det som følger av verdipapirregisterloven. Dersom et slikt dokument eksisterer, skal det makuleres eller legges i sikker forvaring eller på annen måte sikres mot å komme i omsetning. Regelen sikrer at de registrerte rettighetene til de finansielle instrumentene ikke kommer i konflikt med rettigheter som kan utledes av å ha kontroll på det fysiske verdipapiret. Tilsvarende antas å gjelde for de fleste registreringsordninger i utlandet også. For å hindre at slike problemstillinger kan oppstå, foreslår *utvalget* å avgrense en ny rettsvernsregel til de tilfeller hvor det finansielle instrumentet er innført i et register hvor innføringen innebærer at rettighetene til de finansielle instrumentene bestemmes av registerets innhold.

12.3.4 Avgrensning av bestemmelsens virkeområde

Etter *utvalgets* syn er det vanskelig å overskue virkningene av en bestemmelse som knytter rettsvernvirkninger til notifikasjon av enhver som kan være registrert på vegne av den reelle eieren i verdipapirregisteret. Etter *utvalgets* oppfatning er det størst behov for regulering av rettsvernsregler knyttet til forvaltere som yter forvaltertjenester på profesjonell basis. Det kreves tillatelse for å kunne opptre som forvalter i finansielle instrumenter som er innført i et norsk verdipapirregister, jf. verdipapirregisterloven § 6-3. *Utvalget* foreslår å presisere at rettsvernsregelen ved overføring av finansielle instrumenter forvalterregistrert i et norsk verdipapirregister kun gjelder der forvalter har slik tillatelse.

Det ligger utenfor norsk jurisdiksjon å regulere adgangen til å opptre som forvalter i utenlandske verdipapirregistre eller hos andre forvaltere. Forvaltere vil imidlertid kunne være innført i et norsk verdipapirregister på vegne av reell eier eller den som opptre på vegne av eieren, for så vidt gjelder finansielle instrumenter innført i utenlandsk verdipapirregister. Etter *utvalgets* oppfatning kan avgrensningen av rettsvernsregelens virkeområde når det gjelder finansielle instrumenter innført i utenlandsk verdipapirregister ikke avgrenses til

forvaltere med tillatelse etter verdipapirregisterloven § 6-3.

Aktører som i dag tilbyr slike forvaltertjenester på profesjonell vil i hovedsak være foretak med konsesjon som finansinstitusjon eller verdipapirforetak. Etter *utvalgets* vurdering er det derfor hensiktsmessig å avgrense bestemmelsens rekkevidde slik at rettsvernsvirkningene av notifikasjon bare inntreffer der forvalter har konsesjon som finansinstitusjon eller verdipapirforetak.

12.4 Særlig om pant

Utvalget vil påpeke at rettsvernsakten for pantsettelse av finansielle instrumenter er registrering av pantet i verdipapirregisteret, jf. panteloven § 4-1. Pantelovens rettsvernsregel for pant står således i motstrid til den generelle rettsvernsregel *utvalget* foreslår for disposisjoner over forvalterregistrerte finansielle instrumenter. Dette fremstår slik *utvalget* vurderer det som en uheldig løsning. Det synes mest hensiktsmessig at pant i finansielle instrumenter registrert gjennom en forvalter får rettsvern ved registrering på pantsetters konto hos forvalteren. *Utvalget* legger imidlertid til grunn at det

er utenfor *forvalterregistreringsutvalgets* mandat å foreslå endringer i panteloven.

Utvalget påpeker videre at det fremstår som tvilsomt om det etter norsk rett er anledning til å pantsette finansielle instrumenter innført i et utenlandsk verdipapirregister, jf. panteloven § 1-2 annet ledd som krever lovhjemmel for å etablere avtalepant. Etter *utvalgets* oppfatning kan panteloven § 4-1 neppe anføres for hjemmel for slik pantsettelse ettersom denne bestemmelsen synes å avgrense seg til verdipapirer registrert i et norsk verdipapirregister. Det ligger som nevnt utenfor *utvalgets* mandat å foreslå endringer i pantelovgivningen, og den foreslåtte rettsvernsregelen i verdipapirregisterloven vil heller ikke kunne anføres som hjemmel for pantsettelse. *Utvalget* vil på dette punkt nøye seg med å uttrykke tvil om det er noen tungtveiende grunner for at det ikke skal være adgang til å pantsette finansielle instrumenter registrert i et utenlandsk verdipapirregister. Når det gjelder sikkerhetsstillelse etter lov om finansiell sikkerhetsstillelse, følger hjemmelen for slik sikkerhetsstillelse av lovens § 3. Den foreslåtte rettsvernsregelen vil eliminere usikkerhet om den relevante rettsvernsregelen for denne type sikkerhetsstillelse.

Kapittel 13

Forslagets økonomiske og administrative konsekvenser

13.1 Konsekvenser av utvalgets prinsipale forslag

Som det fremgår av det foregående, anbefaler *utvalget* at dagens rettstilstand med hensyn til innlendingers adgang til å la sine aksjeposter i norske selskap forvalterregistrere opprettholdes, med enkelte presiseringer. I og med at forslaget opprettholder dagens rettstilstand, har forslaget ikke økonomiske eller administrative konsekvenser for det offentlige eller for private.

Forslaget om at det gis en klar lovhjemmel for å pålegge forvaltere en plikt til å rapportere periodevis om eierforhold knyttet til forvalterregistrerte aksjer, vil kunne få økonomiske og administrative konsekvenser for de som eventuelt pålegges slik rapporteringsplikt. Omfanget og arten av disse konsekvensene vil avhenge av den nærmere utformingen av rapporteringsplikten, og bør utredes nærmere i forbindelse med at det eventuelt foreslås forskrift om dette. Videre antas en eventuell forskrift om periodevis rapportering som nevnt, å innebære ressursbesparelser for utstederselskapene og offentlige kontrollmyndigheter.

Forslaget om å endre allmennaksjeloven § 4-10 slik at utlendingers adgang til forvalterregistrering uten videre omfatter også aksjer notert på norsk børs, jf. kapittel 10.2 ovenfor, vil medføre en forenkling både for det offentlige og for de private aktørene, ved at det ikke lenger blir nødvendig med særskilt samtykke vedrørende forvalterregistrering av aksjer notert på norsk børs, jf. allmennaksjeloven § 4-10 første ledd annet punktum. Denne forenklingen vil imidlertid ikke få nevneverdige økonomiske konsekvenser for det offentlige eller for private.

Presiseringen av begrepet «utenlandsk aksjeeier» medfører at norske statsborgere bosatt i utlandet, som hittil har hatt adgang til å la seg forvalterregistrere, ikke lenger vil ha slik adgang. I den grad de i dag er forvalterregistrert, medfører endringen at de må registrere seg direkte. For øvrig antas ikke forslaget å ha økonomiske eller administrative konsekvenser av betydning for private.

Forslaget om at aksjeselskap registrert i et verdipapirregister og allmennaksjeselskap skal kunne reservere seg mot forvalterregistrering i selskapets vedtekter, innebærer som nevnt i kapittel 10.3 bare en kodifisering av gjeldende rett fordi selskapene allerede i dag kan reservere seg mot at selskapets aksjer forvalterregistreres. At slik reservasjon må fastsettes i selskapsvedtektene, vil innebære en aktivitetsplikt for selskaper som ønsker å benytte seg av denne reservasjonsmuligheten.

Utvalgets anbefaling med hensyn til rettsvernsregler medfører, om den blir fulgt, at den usikkerhet som i dag råder med hensyn til om og hvordan det kan etableres rettsvern for begrensede rettigheter i aksjeposter som er forvalterregistrert, bringes til opphør. For forvaltningsmyndighetene er de økonomiske og administrative konsekvensene av dette beskjedne. For næringslivet innebærer en avklaring at lånekostnader reduseres, men at de administrative byrdene neppe øker nevneverdig.

13.2 Økonomiske og administrative konsekvenser av utvalgets sekundære lovforslag

Dersom adgangen til forvalterregistrering utvides, vil dette kunne ha rasjonaliseringseffekter for investorene. Spesielt gjelder dette for store institusjonelle investorer med globale porteføljer. For andre deler av næringslivet kan en utvidet adgang til forvalterregistrering medføre at etterspørselen etter tjenester knyttet til omsetningen av aksjer i det norske markedet tar andre retninger, og dermed medføre at noe av grunnlaget for den aktivitet som finnes i dag reduseres.

For kontrollmyndighetene vil en utvidet adgang til forvalterregistrering medføre at håndhevelsen av skatteregler og tilsynet med verdipapirmarkedet blir mer byrdefullt, og antakelig også mindre effektivt. I tillegg til at kontrollmyndighetene, for eksempel i forbindelse med tilsynsarbeidet, vil måtte bruke flere ressurser i sitt arbeide for å avdekke hvem som er reell eier av aktuelle transaksjoner, investorers handelsmønstre etc., er det grunn til å tro at en del av dette merarbeid vil kana-

liseres til verdipapirforetak og andre som måtte sitte med tilgang til aktuell informasjon. En utvidelse av adgangen til forvalterregistrering vil dermed medføre økonomiske og administrative kostnader knyttet til omlegging av kontroll- og under-

søkelsesmetoder, tap av skatteinntekter og sannsynligvis mindre effektiv overvåking og håndhevelse av markedsatferdsreglene. Dette kan igjen ha betydning for tilliten til det norske finansmarkedet.

Kapittel 14

Merknader til de enkelte bestemmelser

14.1 Merknader knyttet til utvalgets prinsipale forslag

Til endringen av allmennaksjeloven § 4-10 første ledd:

Endringene i bestemmelsens første ledd første punktum innebærer at skillet mellom utenlandsk og norsk børs er fjernet, slik at forvalterregistreringsadgangen for utenlandske aksjeeiere gjelder uavhengig av hvilken børs selskapets aksjer er notert på. Forslaget innebærer at det ikke lenger vil være nødvendig med samtykke, jf. den gjeldende allmennaksjelov § 4-10 første ledd annet punktum, når det gjelder muligheten for å forvalterregistrere aksjer notert på norsk børs. Slikt samtykke vil etter endringsforslaget bare være nødvendig ved forvalterregistrering av aksjer i unoterte selskaper. Det vises til omtalen i kapittel 10.2 ovenfor.

I et nytt annet punktum i § 4-10 første ledd foreslår *utvalget* en presisering av begrepet «utenlandsk aksjeeier». Forslaget innebærer at norsk statsborger bosatt i utlandet ikke kan forvalterregistrere sine aksjer i norske selskaper. Det samme gjelder utenlandske statsborgere bosatt her i riket. For selskaper foreslår *utvalget* en presisering som innebærer at det avgjørende vil være hvor selskapet er registrert, med mindre selskapets hovedkontor befinner seg her i riket. Det er her det reelle hovedkontoret det er tale om. Om selskapet har registrerte hovedkontor i utlandet, men selskapet likevel reelt sett styres fra Norge, bør selskapet anses som norsk. Hvor selskapets økonomiske virksomhet foregår, er etter dette ikke av betydning. Et selskap som er registrert i utlandet, og som reelt sett har sitt hovedkontor der, men som utelukkende bedriver investeringer i norske selskaper, vil således her regnes som utenlandsk. Det vises ellers til kapittel 10.1 ovenfor.

I allmennaksjeloven § 4-10 første ledd er som nytt sjettest punktum foreslått presisert at selskapene kan vedtektsfeste at selskapets aksjer ikke skal kunne forvalterregistreres. Reservasjonsadgangen favner både allmennaksjeselskap og aksjeselskap hvis aksjer er registrert i et verdipapirre-

gister. Forslaget er en kodifisering av den mulighet selskapene allerede i dag har til å reservere seg med hensyn til at selskapets aksjer blir gjenstand for forvalterregistrering. Det vises til omtalen i kapittel 10.3.

Til endringen av allmennaksjeloven § 4-10 femte ledd:

Finansdepartementet er i allmennaksjeloven § 4-10 femte ledd gitt hjemmel til å gi nærmere regler i forskrift om plikt til å opplyse om eierforhold til de aksjer som forvaltes. Bestemmelsen er foreslått endret slik at den gir hjemmel for regler om forvalters plikt til å rapportere periodevis til eksempelvis selskapet, offentlig myndighet eller verdipapirregisteret, avhengig av hva som anses mest hensiktsmessig. Forslaget legger til rette for rapportering som viser eierforholdene på et gitt tidspunkt, samt bevegelser i eierforholdene over en periode. Det vises til nærmere omtale av forslaget i kapittel 10.5.

Til endringen i aksjeloven § 4-4:

Endringsforslaget presiserer hvilke regler i allmennaksjeloven som kommer til anvendelse for aksjeselskap hvis aksjer er registrert i et verdipapirregister, og at dette omfatter også § 4-10 om forvalterregistrering. Det vises til de nærmere vurderinger i kapittel 10.3 som ligger til grunn for presiseringen. Videre er det i forslaget presisert at den foreslåtte bestemmelsen i allmennaksjeloven § 4-10 første ledd nytt sjettest punktum, gjelder tilsvarende for aksjeselskap som er registrert i et verdipapirregister. Det vises til nærmere omtale i kapittel 10.3 ovenfor, samt spesialmerkningen ovenfor vedrørende forslaget til allmennaksjeloven § 4-10 første ledd nytt sjettest punktum.

Til forslaget om å stryke gjeldende § 6-3 femte ledd siste punktum i verdipapirregisterloven:

Bestemmelsen foreslås strøket som følge av at det nå foreslås rettsvernsregler knyttet til overføringer av finansielle instrumenter på forvalterkonto.

Til forslaget om nytt tredje ledd i verdipapirregisterloven § 6-4:

Det foreslås forskriftshjemmel om tvangssalg. Det vises til omtalen av forslaget i kapittel 10.6 ovenfor.

Til endringene vedrørende ny § 7a-1 i verdipapirregisterloven:

Bestemmelsen er ment å gi uttrykk for den løsning som følger av ulovfestet rett med hensyn til hvordan det oppnås rettsvern for rettsstiftelser i ikke-registrerte formuesgoder i tredjemanns besittelse. Dette medfører at ulovfestet rett vil gi veiledning i de spørsmål som måtte oppstå.

Sikringsakten er notifikasjon av forvalter, og skjæringstidspunktet når notifikasjonen kommer til forvalters kunnskap. Det er den som er oppført hos forvalter som innehaver av den rettigheten disposisjonen gjelder, eller som på annen måte kan dokumentere sin adgang til å disponere over rettigheten, som må notifisere forvalter. Dette følger av ulovfestet rett, og er blant annet kommet til uttrykk i verdipapirregisterloven § 6-1.

Bestemmelsen regulerer ikke hvilke disposisjoner det kan oppnås rettsvern for.

Til endringene vedrørende ny § 7a-2 i verdipapirregisterloven:

Bestemmelsen regulerer rettsvern for disposisjoner over finansielle instrumenter som er innført i et utenlandsk verdipapirregister når det finansielle instrumentet er forvalterregistrert gjennom en forvalter som fører sitt register i Norge.

Registeret anses som ført i Norge når den faktiske innføring/registrering av sikkerhetsstillelsen skjer i Norge. Den geografiske beliggenheten av lagringsmedium og teknologisk plattform er dermed ikke avgjørende i denne sammenheng.

Med utenlandsk verdipapirregister menes et register som befinner seg i utlandet og som etter sitt hjemlands rett har tilsvarende funksjon som et verdipapirregister med konsesjon etter verdipapirregisterloven § 3-1.

For øvrig vises til merknadene til § 7a-1.

14.2 Merknader knyttet til utvalgets sekundære forslag

Til endringen av allmennaksjeloven § 4-10 første ledd:

Forutsatt at forvalterregistrering også skal tillates for innenlandske aksjeeiere, gir endringsforslaget

i bestemmelsens første punktum nå hjemmel for forvalterregistrering for aksjeeier uavhengig av nasjonalitet. Det anses hensiktsmessig at hjemmelen for forvalterregistrering av aksjer fremdeles fremgår uttrykkelig av allmennaksjeloven, selv om verdipapirregisterloven gir slik tillatelse for finansielle instrumenter med mindre annet er bestemt i eller i medhold av lov.

Som i *utvalgets* prinsipale forslag, foreslås det i første punktum at forvalterregistreringsadgangen ikke lenger skal være forbeholdt aksjer notert på utenlandsk børs.

Når det gjelder forslaget til nytt femte punktum i bestemmelsens første ledd, vises det til merknadene vedrørende dette forslaget i kapittel 14.1 ovenfor.

Til endringen av allmennaksjeloven § 4-10 femte ledd:

Det vises til merknadene vedrørende dette forslaget i kapittel 14.1 ovenfor.

Til endringen i aksjeloven § 4-4:

Det vises til merknadene vedrørende dette forslaget i kapittel 14.1 ovenfor.

Til forslaget om å stryke gjeldende § 6-3 femte ledd siste punktum:

Det vises til merknadene vedrørende dette forslaget i kapittel 14.1 ovenfor.

Til forslaget om nytt tredje ledd i verdipapirregisterloven § 6-4:

Det vises til merknadene vedrørende dette forslaget i kapittel 14.1 ovenfor.

Til endringene vedrørende ny § 7a-1 i verdipapirregisterloven:

Det vises til merknadene vedrørende dette forslaget i kapittel 14.1 ovenfor.

Til endringene vedrørende ny § 7a-2 i verdipapirregisterloven:

Det vises til merknadene vedrørende dette forslaget i kapittel 14.1 ovenfor.

Til endring av ligningsloven § 10-6 nr. 1:

Bestemmelsen legger til rette for bruk av løpende tvangsmulkt overfor forvalter som for-

sømmer sin rapporteringsplikt til verdipapirregister på slik måte at registeret ikke blir i stand til å oppfylle sin plikt til etter ligningsloven § 6-5

om ukrevet å avgi oppgaver til ligningsmyndighetene. Forslaget er nærmere begrunnet i kapittel 11.6.2 ovenfor.

Kapittel 15

Forslag til endringer

15.1 Utvalgets prinsipale forslag til endringer

I lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven) gjøres følgende endringer:

§ 4-10 første ledd skal lyde:

(1) En bank eller annen forvalter som er godkjent av Kongen, kan føres inn i aksjeeierregisteret i stedet for en utenlandsk aksjeeier når aksjene er notert på børs. *Som utenlandsk aksjeeier regnes selskap registrert i utlandet, med mindre selskapets hovedkontor befinner seg her i riket, samt utenlandsk statsborger som ikke er bosatt her i riket.* Kongen kan samtykke i forvalterregistrering av aksjer som tilhører utenlandske aksjeeiere også i andre tilfeller enn nevnt i forrige punktum. Et annet norsk verdipapirregister kan etter forskrift gitt av Kongen opprette et delregister som føres inn i aksjeeierregisteret på vegne av aksjeeier. § 4-5 gjelder tilsvarende for delregisteret. *Selskapet kan vedtektsfeste at aksjene i selskapet ikke skal kunne forvalterregistreres.*

§ 4-10 femte ledd skal lyde:

(5) Kongen kan gi forskrift om forvalterregistrering, herunder om forvalterens plikt til å gi offentlig myndighet opplysninger om eierforholdene til de aksjer som forvaltes, samt om plikt til å rapportere periodisk om eierforholdene til offentlig myndighet eller andre.

I lov 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper (aksjeloven) gjøres følgende endring:

§ 4-4 skal lyde:

Er selskapets aksjer registrert i et verdipapirregister, gjelder §§ 4-4 til 4-10 i lov om allmennaksjeselskaper om slik registrering for aksjene, herunder at selskapet kan vedtektsfeste at aksjene i selskapet ikke skal kunne forvalterregistreres, jf. allmennaksjeloven § 4-10 første ledd siste punktum.

I lov 5. juli 2002 nr. 64 om registrering av finansielle instrumenter (verdipapirregisterloven) gjøres følgende endringer:

§ 6-3 femte ledd siste punktum oppheves.

§ 6-4 nytt tredje ledd skal lyde:

Departementet kan gi nærmere regler om tvangs salg av finansielle instrumenter registrert på forvalterkonti som forvaltes av noen uten godkjennelse etter § 6-3 første ledd, og der forvalter ikke oppfyller sin plikt etter § 6-3 fjerde ledd.

Nytt kapittel 7a skal lyde:

Kapittel 7a Rettsvirkninger av overføring og pantsettelse av finansielle instrumenter på forvalterkonto.

Ny § 7a-1 skal lyde:

§ 7a-1 Finansielle instrumenter innført i et verdipapirregister

Disposisjoner over beholdning registrert på forvalterkonto i et verdipapirregister med tillatelse etter § 3-1, får rettsvirkninger etter §§ 7-1 og 7-2 når melding om disposisjonen er kommet til forvalterens kunnskap.

Bestemmelsen gjelder bare dersom forvalter har konsesjon etter § 6-3 første ledd.

Ny § 7a-2 skal lyde:

§ 7a-2 Finansielle instrumenter innført i utenlandsk verdipapirregister

Disposisjoner over beholdning registrert på forvalterkonto i et utenlandsk verdipapirregister får rettsvirkninger etter § 7-1 og 7-2, når melding om disposisjonen er kommet til forvalterens kunnskap.

Bestemmelsen gjelder bare dersom forvalter har konsesjon som verdipapirforetak, kreditt-, eller finansinstitusjon, og forvalteren fører et underregister eller underliggende kontosystem i Norge, hvor eieren eller den som opptrer på vegne av eieren er registrert.

15.2 Utvalgets sekundære forslag til endringer

I lov 13. juni 1997 nr. 45 gjøres følgende endringer:

§ 4-10 første ledd skal lyde:

(1) En bank eller annen forvalter som er godkjent av Kongen, kan føres inn i aksjeeierregisteret i stedet for *en aksjeeier* når aksjene er notert på børs. Kongen kan samtykke i forvalterregistrering av aksjer som tilhører utenlandske aksjeeiere også i andre tilfeller enn nevnt i forrige punktum. Et annet norsk verdipapirregister kan etter forskrift gitt av Kongen opprette et delregister som føres inn i aksjeeierregisteret på vegne av aksjeeier. § 4-5 gjelder tilsvarende for delregisteret. *Selskapet kan vedtektsfeste at aksjene i selskapet ikke skal kunne forvalterregistreres.*

§ 4-10 femte ledd skal lyde:

(5) Kongen kan gi forskrift om forvalterregistrering, herunder om forvalterens plikt til å gi offentlig myndighet opplysninger om eierforholdene til de aksjer som forvaltes, samt om plikt til å rapportere periodisk om eierforholdene til offentlig myndighet eller andre.

I lov 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper (aksjeloven) gjøres følgende endring:

§ 4-4 skal lyde:

Er selskapets aksjer registrert i et verdipapirregister, gjelder §§ 4-4 til 4-10 i lov om allmennaksjeselskaper om slik registrering for aksjene, *herunder at selskapet kan vedtektsfeste at aksjene i selskapet ikke skal kunne forvalterregistreres, jf. allmennaksjeloven § 4-10 første ledd siste punktum.*

I lov 5. juli 2002 nr. 64 om registrering av finansielle instrumenter (verdipapirregisterloven) gjøres følgende endringer:

§ 6-3 femte ledd siste punktum oppheves.

§ 6-4 nytt tredje ledd skal lyde:

Departementet kan gi nærmere regler om tvangs salg av finansielle instrumenter registrert på forvalterkonti som forvaltes av noen uten godkjennelse etter § 6-3 første ledd, og der forvalter ikke oppfyller sin plikt etter § 6-3 fjerde ledd.

Nytt kapittel 7a skal lyde:

Kapittel 7a Rettsvirkninger av overføring og pantsettelse av finansielle instrumenter på forvalterkonto.

Ny § 7a-1 skal lyde:

§ 7a-1 Finansielle instrumenter innført i et verdipapirregister

Disposisjoner over beholdning registrert på forvalterkonto i et verdipapirregister med tillatelse etter § 3-1, får rettsvirkninger etter §§ 7-1 og 7-2 når melding om disposisjonen er kommet til forvalterens kunnskap.

Bestemmelsen gjelder bare dersom forvalter har konsesjon etter § 6-3 første ledd.

Ny § 7a-2 skal lyde:

§ 7a-2 Finansielle instrumenter innført i utenlandsk verdipapirregister

Disposisjoner over beholdning registrert på forvalterkonto i et utenlandsk verdipapirregister får rettsvirkninger etter § 7-1 og 7-2, når melding om disposisjonen er kommet til forvalterens kunnskap.

Bestemmelsen gjelder bare dersom forvalter har konsesjon som verdipapirforetak, kreditt-, eller finansinstitusjon, og forvalteren fører et underregister eller underliggende kontosystem i Norge, hvor eieren eller den som opptrer på vegne av eieren er registrert.

I lov 13. juni 1980 nr. 24 om ligningsforvaltning (ligningsloven) gjøres følgende endring:

§ 10-6 nr. 1 skal lyde:

1. Skattedirektoratet, fylkesskattkontoret – for Oslo ligningskontoret – og sentralskattkontor kan pålegge den som ikke har etterkommet plikten til å gi oppgave eller opplysning eller adgang til kontrollundersøkelse m.v. etter kapittel 6 å oppfylle sin plikt under en daglig løpende tvangsmulkt. *Skattedirektoratet kan pålegge slik mulkt overfor forvalter som ikke overholder plikt pålagt i forskrift i medhold av lov 5. juni 2002 nr. 64 om registrering av finansielle instrumenter (verdipapirregisterloven) § 6-3 til å rapportere opplysninger til verdipapirregistre.* Pålegg om mulkt er tvangsgrunnlag for utlegg.

Vedlegg 1**Convention on the law applicable to certain rights in respect of securities held with an Intermediary**

The States signatory to the present Convention,

Aware of the urgent practical need in a large and growing global financial market to provide legal certainty and predictability as to the law applicable to securities that are now commonly held through clearing and settlement systems or other intermediaries,

Conscious of the importance of reducing legal risk, systemic risk and associated costs in relation to cross-border transactions involving securities held with an intermediary so as to facilitate the international flow of capital and access to capital markets,

Desiring to establish common provisions on the law applicable to securities held with an intermediary beneficial to States at all levels of economic development,

Recognising that the «Place of the Relevant Intermediary Approach» (or PRIMA) as determined by account agreements with intermediaries provides the necessary legal certainty and predictability,

Have resolved to conclude a Convention to this effect, and have agreed upon the following provisions –

CHAPTER I – DEFINITIONS AND SCOPE OF APPLICATION*Article 1 Definitions and interpretation*

1. In this Convention –

a) «securities» means any shares, bonds or other financial instruments or financial assets (other than cash), or any interest therein;

b) «securities account» means an account maintained by an intermediary to which securities may be credited or debited;

c) «intermediary» means a person that in the course of a business or other regular activity maintains securities accounts for others or both for others and for its own account and is acting in that capacity;

d) «account holder» means a person in whose name an intermediary maintains a securities account;

e) «account agreement» means, in relation to a securities account, the agreement with the relevant intermediary governing that securities account;

f) «securities held with an intermediary» means the rights of an account holder resulting from a credit of securities to a securities account;

g) «relevant intermediary» means the intermediary that maintains the securities account for the account holder;

h) «disposition» means any transfer of title whether outright or by way of security and any grant of a security interest, whether possessory or non-possessory;

i) «perfection» means completion of any steps necessary to render a disposition effective against persons who are not parties to that disposition;

j) «office» means, in relation to an intermediary, a place of business at which any of the activities of the intermediary are carried on, excluding a place of business which is intended to be merely temporary and a place of business of any person other than the intermediary;

k) «insolvency proceeding» means a collective judicial or administrative proceeding, including an interim proceeding, in which the assets and affairs of the debtor are subject to control or supervision by a court or other competent authority for the purpose of reorganisation or liquidation;

l) «insolvency administrator» means a person authorised to administer a reorganisation or liquidation, including one authorised on an interim basis, and includes a debtor in possession if permitted by the applicable insolvency law;

m) «Multi-unit State» means a State within which two or more territorial units of that State, or both the State and one or more of its territorial units, have their own rules of law in respect of any of the issues specified in Article 2(1);

n) «writing» and «written» mean a record of information (including information communicated by teletransmission) which is in tangible or other form and is capable of being reproduced in tangible form on a subsequent occasion.

2. References in this Convention to a disposition of securities held with an intermediary include –

a) a disposition of a securities account;

b) a disposition in favour of the account holder's intermediary;

c) a lien by operation of law in favour of the account holder's intermediary in respect of any claim arising in connection with the maintenance and operation of a securities account.

3. A person shall not be considered an intermediary for the purposes of this Convention merely because –

a) it acts as registrar or transfer agent for an issuer of securities; or

b) it records in its own books details of securities credited to securities accounts maintained by an intermediary in the names of other persons for whom it acts as manager or agent or otherwise in a purely administrative capacity.

4. Subject to paragraph (5), a person shall be regarded as an intermediary for the purposes of this Convention in relation to securities which are credited to securities accounts which it maintains in the capacity of a central securities depository or which are otherwise transferable by book entry across securities accounts which it maintains.

5. In relation to securities which are credited to securities accounts maintained by a person in the capacity of operator of a system for the holding and transfer of such securities on records of the issuer or other records which constitute the primary record of entitlement to them as against the issuer, the Contracting State under whose law those securities are constituted may, at any time, make a

declaration that the person which operates that system shall not be an intermediary for the purposes of this Convention.

Article 2 Scope of the Convention and of the applicable law

1. This Convention determines the law applicable to the following issues in respect of securities held with an intermediary –

a) the legal nature and effects against the intermediary and third parties of the rights resulting from a credit of securities to a securities account;

b) the legal nature and effects against the intermediary and third parties of a disposition of securities held with an intermediary;

c) the requirements, if any, for perfection of a disposition of securities held with an intermediary;

d) whether a person's interest in securities held with an intermediary extinguishes or has priority over another person's interest;

e) the duties, if any, of an intermediary to a person other than the account holder who asserts in competition with the account holder or another person an interest in securities held with that intermediary;

f) the requirements, if any, for the realisation of an interest in securities held with an intermediary;

g) whether a disposition of securities held with an intermediary extends to entitlements to dividends, income, or other distributions, or to redemption, sale or other proceeds.

2. This Convention determines the law applicable to the issues specified in paragraph (1) in relation to a disposition of or an interest in securities held with an intermediary even if the rights resulting from the credit of those securities to a securities account are determined in accordance with paragraph (1) (a) to be contractual in nature.

3. Subject to paragraph (2), this Convention does not determine the law applicable to –

a) the rights and duties arising from the credit of securities to a securities account to the extent that such rights or duties are purely contractual or otherwise purely personal;

b) the contractual or other personal rights and duties of parties to a disposition of securities held with an intermediary; or

c) the rights and duties of an issuer of securities or of an issuer's registrar or transfer agent, whether in relation to the holder of the securities or any other person.

Article 3 Internationality

This Convention applies in all cases involving a choice between the laws of different States.

CHAPTER II –APPLICABLE LAW

Article 4 Primary rule

1. The law applicable to all the issues specified in Article 2(1) is the law in force in the State expressly agreed in the account agreement as the State whose law governs the account agreement or, if the account agreement expressly provides that another law is applicable to all such issues, that other law. The law designated in accordance with this provision applies only if the relevant intermediary has, at the time of the agreement, an office in that State, which –

a) alone or together with other offices of the relevant intermediary or with other persons acting for the relevant intermediary in that or another State –

i) effects or monitors entries to securities accounts;

ii) administers payments or corporate actions relating to securities held with the intermediary; or

iii) is otherwise engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts; or

b) is identified by an account number, bank code, or other specific means of identification as maintaining securities accounts in that State.

2. For the purposes of paragraph (1) (a), an office is not engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts –

a) merely because it is a place where the technology supporting the bookkeeping or data processing for securities accounts is located;

b) merely because it is a place where call centres for communication with account holders are located or operated;

c) merely because it is a place where the mailing relating to securities accounts is organised or files or archives are located; or

d) if it engages solely in representational functions or administrative functions, other than those related to the opening or maintenance of securities accounts, and does not have authority to make any binding decision to enter into any account agreement.

3. In relation to a disposition by an account holder of securities held with a particular intermediary in favour of that intermediary, whether or not that intermediary maintains a securities account on its own records for which it is the account holder, for the purposes of this Convention –

a) that intermediary is the relevant intermediary;

b) the account agreement between the account holder and that intermediary is the relevant account agreement;

c) the securities account for the purposes of Article 5(2) and (3) is the securities account to which the securities are credited immediately before the disposition.

Article 5 Fall-back rules

1. If the applicable law is not determined under Article 4, but it is expressly and unambiguously stated in a written account agreement that the relevant intermediary entered into the account agreement through a particular office, the law applicable to all the issues specified in Article 2(1) is the law in force in the State, or the territorial unit of a Multi-unit State, in which that office was then located, provided that such office then satisfied the condition specified in the second sentence of Article 4(1). In determining whether an account agreement expressly and unambiguously states that the relevant intermediary entered into the account agreement through a particular office, none of the following shall be considered –

a) a provision that notices or other documents shall or may be served on the relevant intermediary at that office;

b) a provision that legal proceedings shall or may be instituted against the relevant intermediary in a particular State or in a particular territorial unit of a Multi-unit State;

c) a provision that any statement or other document shall or may be provided by the relevant intermediary from that office;

d) a provision that any service shall or may be provided by the relevant intermediary from that office;

e) a provision that any operation or function shall or may be carried on or performed by the relevant intermediary at that office.

2. If the applicable law is not determined under paragraph (1), that law is the law in force in the State, or the territorial unit of a Multi-unit State, under whose law the relevant intermediary is incorporated or otherwise organised at the time the written account agreement is entered into or, if there is no such agreement, at the time the securities account was opened; if, however, the relevant intermediary is incorporated or otherwise organised under the law of a Multi-unit State and not that of one of its territorial units, the applicable law is the law in force in the territorial unit of that Multi-unit State in which the relevant intermediary has its place of business, or, if the relevant intermediary has more than one place of business, its principal place of business, at the time the written account agreement is entered into or, if there is no such agreement, at the time the securities account was opened.

3. If the applicable law is not determined under either paragraph (1) or paragraph (2), that law is the law in force in the State, or the territorial unit of a Multi-unit State, in which the relevant intermediary has its place of business, or, if the relevant intermediary has more than one place of business, its principal place of business, at the time the written account agreement is entered into or, if there is no such agreement, at the time the securities account was opened.

Article 6 Factors to be disregarded

In determining the applicable law in accordance with this Convention, no account shall be taken of the following factors –

a) the place where the issuer of the securities is incorporated or otherwise organised or has its sta-

tutory seat or registered office, central administration or place or principal place of business;

b) the places where certificates representing or evidencing securities are located;

c) the place where a register of holders of securities maintained by or on behalf of the issuer of the securities is located; or

d) the place where any intermediary other than the relevant intermediary is located.

Article 7 Protection of rights on change of the applicable law

1. This Article applies if an account agreement is amended so as to change the applicable law under this Convention.

2. In this Article –

a) «the new law» means the law applicable under this Convention after the change;

b) «the old law» means the law applicable under this Convention before the change.

3. Subject to paragraph (4), the new law governs all the issues specified in Article 2(1).

4. Except with respect to a person who has consented to a change of law, the old law continues to govern –

a) the existence of an interest in securities held with an intermediary arising before the change of law and the perfection of a disposition of those securities made before the change of law;

b) with respect to an interest in securities held with an intermediary arising before the change of law –

i) the legal nature and effects of such an interest against the relevant intermediary and any party to a disposition of those securities made before the change of law;

ii) the legal nature and effects of such an interest against a person who after the change of law attaches the securities;

iii) the determination of all the issues specified in Article 2(1) with respect to an insolvency adminis-

trator in an insolvency proceeding opened after the change of law;

c) priority as between parties whose interests arose before the change of law.

5. Paragraph (4) (c) does not preclude the application of the new law to the priority of an interest that arose under the old law but is perfected under the new law.

Article 8 Insolvency

1. Notwithstanding the opening of an insolvency proceeding, the law applicable under this Convention governs all the issues specified in Article 2(1) with respect to any event that has occurred before the opening of that insolvency proceeding.

2. Nothing in this Convention affects the application of any substantive or procedural insolvency rules, including any rules relating to –

a) the ranking of categories of claim or the avoidance of a disposition as a preference or a transfer in fraud of creditors; or

b) the enforcement of rights after the opening of an insolvency proceeding.

CHAPTER III – GENERAL PROVISIONS

Article 9 General applicability of the Convention

This Convention applies whether or not the applicable law is that of a Contracting State.

Article 10 Exclusion of choice of law rules (renvoi)

In this Convention, the term «law» means the law in force in a State other than its choice of law rules.

Article 11 Public policy and internationally mandatory rules

1. The application of the law determined under this Convention may be refused only if the effects of its application would be manifestly contrary to the public policy of the forum.

2. This Convention does not prevent the application of those provisions of the law of the forum which, irrespective of rules of conflict of laws, must be applied even to international situations.

3. This Article does not permit the application of provisions of the law of the forum imposing requirements with respect to perfection or relating to priorities between competing interests, unless the law of the forum is the applicable law under this Convention.

Article 12 Determination of the applicable law for Multi-unit States

1. If the account holder and the relevant intermediary have agreed on the law of a specified territorial unit of a Multi-unit State –

a) the references to «State» in the first sentence of Article 4(1) are to that territorial unit;

b) the references to «that State» in the second sentence of Article 4(1) are to the Multi-unit State itself.

2. In applying this Convention –

a) the law in force in a territorial unit of a Multi-unit State includes both the law of that unit and, to the extent applicable in that unit, the law of the Multi-unit State itself;

b) if the law in force in a territorial unit of a Multi-unit State designates the law of another territorial unit of that State to govern perfection by public filing, recording or registration, the law of that other territorial unit governs that issue.

3. A Multi-unit State may, at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession, make a declaration that if, under Article 5, the applicable law is that of the Multi-unit State or one of its territorial units, the internal choice of law rules in force in that Multi-unit State shall determine whether the substantive rules of law of that Multi-unit State or of a particular territorial unit of that Multi-unit State shall apply. A Multi-unit State that makes such a declaration shall communicate information concerning the content of those internal choice of law rules to the Permanent Bureau of the Hague Conference on Private International Law.

4. A Multi-unit State may, at any time, make a declaration that if, under Article 4, the applicable law is that of one of its territorial units, the law of that territorial unit applies only if the relevant intermediary has an office within that territorial unit which satisfies the condition specified in the second sen-

tence of Article 4(1). Such a declaration shall have no effect on dispositions made before that declaration becomes effective.

Article 13 Uniform interpretation

In the interpretation of this Convention, regard shall be had to its international character and to the need to promote uniformity in its application.

Article 14 Review of practical operation of the Convention

The Secretary General of the Hague Conference on Private International Law shall at regular intervals convene a Special Commission to review the practical operation of this Convention and to consider whether any amendments to this Convention are desirable.

CHAPTER IV – TRANSITION PROVISIONS

Article 15 Priority between pre-Convention and post-Convention interests

In a Contracting State, the law applicable under this Convention determines whether a person's interest in securities held with an intermediary acquired after this Convention entered into force for that State extinguishes or has priority over another person's interest acquired before this Convention entered into force for that State.

Article 16 Pre-Convention account agreements and securities accounts

1. References in this Convention to an account agreement include an account agreement entered into before this Convention entered into force in accordance with Article 19(1). References in this Convention to a securities account include a securities account opened before this Convention entered into force in accordance with Article 19(1).

2. Unless an account agreement contains an express reference to this Convention, the courts of a Contracting State shall apply paragraphs (3) and (4) in applying Article 4(1) with respect to account agreements entered into before the entry into force of this Convention for that State in accordance with Article 19. A Contracting State may, at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession, make a declaration that its courts shall not apply those paragraphs with respect to account agreements entered into after

the entry into force of this Convention in accordance with Article 19(1) but before the entry into force of this Convention for that State in accordance with Article 19(2). If the Contracting State is a Multi-unit State, it may make such a declaration with respect to any of its territorial units.

3. Any express terms of an account agreement which would have the effect, under the rules of the State whose law governs that agreement, that the law in force in a particular State, or a territorial unit of a particular Multi-unit State, applies to any of the issues specified in Article 2(1), shall have the effect that such law governs all the issues specified in Article 2(1), provided that the relevant intermediary had, at the time the agreement was entered into, an office in that State which satisfied the condition specified in the second sentence of Article 4(1). A Contracting State may, at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession, make a declaration that its courts shall not apply this paragraph with respect to an account agreement described in this paragraph in which the parties have expressly agreed that the securities account is maintained in a different State. If the Contracting State is a Multi-unit State, it may make such a declaration with respect to any of its territorial units.

4. If the parties to an account agreement, other than an agreement to which paragraph (3) applies, have agreed that the securities account is maintained in a particular State, or a territorial unit of a particular Multi-unit State, the law in force in that State or territorial unit is the law applicable to all the issues specified in Article 2(1), provided that the relevant intermediary had, at the time the agreement was entered into, an office in that State which satisfied the condition specified in the second sentence of Article 4(1). Such an agreement may be express or implied from the terms of the contract considered as a whole or from the surrounding circumstances.

CHAPTER V – FINAL CLAUSES

Article 17 Signature, ratification, acceptance, approval or accession

1. This Convention shall be open for signature by all States.

2. This Convention is subject to ratification, acceptance or approval by the signatory States.

3. Any State which does not sign this Convention may accede to it at any time.

4. The instruments of ratification, acceptance, approval or accession shall be deposited with the Ministry of Foreign Affairs of the Kingdom of the Netherlands, Depositary of this Convention.

Article 18 Regional Economic Integration Organisations

1. A Regional Economic Integration Organisation which is constituted by sovereign States and has competence over certain matters governed by this Convention may similarly sign, accept, approve or accede to this Convention. The Regional Economic Integration Organisation shall in that case have the rights and obligations of a Contracting State, to the extent that that Organisation has competence over matters governed by this Convention. Where the number of Contracting States is relevant in this Convention, the Regional Economic Integration Organisation shall not count as a Contracting State in addition to its Member States which are Contracting States.

2. The Regional Economic Integration Organisation shall, at the time of signature, acceptance, approval or accession, notify the Depositary in writing specifying the matters governed by this Convention in respect of which competence has been transferred to that Organisation by its Member States. The Regional Economic Integration Organisation shall promptly notify the Depositary in writing of any changes to the distribution of competence specified in the notice in accordance with this paragraph and any new transfer of competence.

3. Any reference to a «Contracting State» or «Contracting States» in this Convention applies equally to a Regional Economic Integration Organisation where the context so requires.

Article 19 Entry into force

1. This Convention shall enter into force on the first day of the month following the expiration of three months after the deposit of the third instrument of ratification, acceptance, approval or accession referred to in Article 17.

2. Thereafter this Convention shall enter into force –

a) for each State or Regional Economic Integration Organisation referred to in Article 18 subsequently

ratifying, accepting, approving or acceding to it, on the first day of the month following the expiration of three months after the deposit of its instrument of ratification, acceptance, approval or accession;

b) for a territorial unit to which this Convention has been extended in accordance with Article 20(1), on the first day of the month following the expiration of three months after the notification of the declaration referred to in that Article.

Article 20 Multi-unit States

1. A Multi-unit State may, at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession, make a declaration that this Convention shall extend to all its territorial units or only to one or more of them.

2. Any such declaration shall state expressly the territorial units to which this Convention applies.

3. If a State makes no declaration under paragraph (1), this Convention extends to all territorial units of that State.

Article 21 Reservations

No reservation to this Convention shall be permitted.

Article 22 Declarations

For the purposes of Articles 1(5), 12(3) and (4), 16(2) and (3) and 20 –

a) any declaration shall be notified in writing to the Depositary;

b) any Contracting State may modify a declaration by submitting a new declaration at any time;

c) any Contracting State may withdraw a declaration at any time;

d) any declaration made at the time of signature, ratification, acceptance, approval or accession shall take effect simultaneously with the entry into force of this Convention for the State concerned; any declaration made at a subsequent time and any new declaration shall take effect on the first day of the month following the expiration of three months after the date on which the Depositary made the notification in accordance with Article 24;

e) a withdrawal of a declaration shall take effect on the first day of the month following the expiration of six months after the date on which the Depositary made the notification in accordance with Article 24.

Article 23 Denunciation

1. A Contracting State may denounce this Convention by a notification in writing to the Depositary. The denunciation may be limited to certain territorial units of a Multi-unit State to which this Convention applies.

2. The denunciation shall take effect on the first day of the month following the expiration of twelve months after the date on which the notification is received by the Depositary. Where a longer period for the denunciation to take effect is specified in the notification, the denunciation shall take effect upon the expiration of such longer period after the date on which the notification is received by the Depositary.

Article 24 Notifications by the Depositary

The Depositary shall notify the Members of the Hague Conference on Private International Law, and other States and Regional Economic Integration Organisations which have signed, ratified,

accepted, approved or acceded in accordance with Articles 17 and 18, of the following –

a) the signatures and ratifications, acceptances, approvals and accessions referred to in Articles 17 and 18;

b) the date on which this Convention enters into force in accordance with Article 19;

c) the declarations and withdrawals of declarations referred to in Article 22;

d) the notifications referred to in Article 18(2);

e) the denunciations referred to in Article 23.

In witness whereof the undersigned, being duly authorised thereto, have signed this Convention.

Done at The Hague, on the day of 20, in the English and French languages, both texts being equally authentic, in a single copy which shall be deposited in the archives of the Government of the Kingdom of the Netherlands, and of which a certified copy shall be sent, through diplomatic channels, to each of the Member States of the Hague Conference on Private International Law as of the date of its Nineteenth Session and to each State which participated in that Session.
