

NOU

Norges offentlige utredninger **2000: 10**

Lov om registrering av finansielle instrumenter

(Verdipapirregisterloven)

Utredning fra Verdipapirsentrallovutvalget oppnevnt ved kongelig resolusjon 11.
desember 1998.

Avgitt til Finansdepartementet 28. april 2000.

Statens forvaltningstjeneste
Informasjonsforvaltning

Oslo 2000

Til Finansdepartementet

Finansdepartementet nedsatte 11. desember 1998 et utvalg for å vurdere endringer i verdipapirsentralloven. Verdipapirsentrallovutvalget legger med dette frem sin utredning med forslag til lov om registrering av finansielle instrumenter (verdipapirregisterloven).

Oslo, 28. april 2000

Trygve Bergsåker leder

Cecilie Ask

Tor G. Birkeland

Anne Ekeren Bjone

Else Marie Bøthun

Irene Dahl

Anne Johnsrud Hagen

Jan S. Hellstrøm

Gunnar Jørgensen

Eystein Kleven

Kjetil Krokeide

Sven L'Abée-Lund

Torill Wergeland

Bernt S. Zakariassen

Bjørn O. Øiulfstad

Lisbeth Økland

Elin Rostveit

Kjeld Tore Nørgaard

Kapittel 1

Utvalgets oppdrag og arbeid

1.1 Oppnevning, sammensetning og mandat

Verdipapirsentrallovutvalget ble oppnevnt ved kongelig resolusjon av 11. desember 1998.

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

- Amanuensis Trygve Bergsåker (leder)
- Avdelingsdirektør Cecilie Ask (med permisjon fra stilling som avdelingsdirektør i Finansdepartementet)
- Direktør Tor G. Birkeland (Oslo Børs)
- Assisterende direktør Else Marie Bøthun (Norges Bank)
- Amanuensis Irene Dahl
- Daglig leder Anne Ekeren Bjone (Norges Fondsmeglerforbund)
- Seksjonssjef Anne Johnsrud Hagen (Næringslivets Hovedorganisasjon)
- Administrerende direktør Jan S. Hellstrøm (Verdipapirsentralen)
- Direktør Gunnar Jørgensen (Aksjesparerforeningen i Norge)
- Underdirektør Eystein Kleven (Kredittilsynet)
- Advokat dr. juris Kjetil Krokeide
- Assisterende direktør Sven L'Abée-Lund (Sparebankforeningen i Norge)
- Advokat Torill Wergeland (Norges Forsikringsforbund)
- Direktør Bernt Zakariassen (Verdipapirfondenes Forening)
- Administrerende direktør Bjørn O. Øiulfstad (Norsk Oppgjørssentral ASA)
- Advokat Lisbeth Økland (Den norske Bankforening)

Førstekonsulent Kjeld Tore Nørgaard (Finansdepartementet) og juridisk rådgiver Elin Rostveit (Verdipapirsentralen) har fungert som sekretærer for utvalget.

Utvalget ble gitt følgende mandat:

«Utvalget skal gjennomgå verdipapirsentralloven med sikte på revisjon.

Utvalget skal vurdere endringer i verdipapirsentralloven utfra hensynet til et sikkert, effektivt og velfungerende verdipapirmarked, herunder oppgjør av handler i finansielle instrumenter. Det skal tas hensyn til endringer i strukturen i verdipapirmarkedet som følge av EØS-avtalens regler som tilsvarende investeringstjenestedirektivet og som følge av den teknologiske utvikling, herunder problemstillinger knyttet til grenseoverskridende virksomhet. Det skal videre tas hensyn til internasjonale anbefalinger om verdipapiroppgjør.

Utvalgets utredning skal bl.a. omfatte en vurdering av følgende:

- organisering av virksomhet som verdipapirsentral
- erstatnings- og ansvarsregulering
- rett eller plikt til registrering i VPS
- kontoførerfunksjonen
- rettsvernsspørsmål

- innsyn i VPS-registeret, herunder spørsmål knyttet til forvalterregistrering
- virksomhetsbestemmelser.

Utvalget skal legge til grunn at oppgjørsvirksomhet og registrering knyttet til finansielle instrumenter skal kreve tillatelse fra offentlige myndigheter. Det skal videre legges til grunn at slik virksomhet skal drives i et eget rettssubjekt som i begrenset grad driver annen virksomhet.

Utvalget skal utrede de økonomiske og administrative konsekvensene av de forslag som fremmes.

Utvalget skal avgi sin innstilling innen 31. desember 1999.

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

Utvalget har senere ved brev fra Finansdepartementet av 2. desember 1999 fått forlenget fristen for levering av innstillingen til 15. mars 2000.

Et utvalg som har vurdert konkurranseflater i finansnæringen ble opprettet ved kgl.res. 18. juni 1999. Det avga sin innstilling 28. mars 2000. *Verdipapirsentrallovutvalget* har ikke hatt anledning til å ta denne innstillingen i betraktning i sitt arbeid.

1.2 Utvalgets arbeid

Utvalget har avholdt 22 møter, hvorav 4 over to dager. Tidlig i utvalgets arbeid ble det gitt redegjørelser for ulike sider ved Verdipapirsentralens virksomhet. Redegjørelsene ble gitt av representanter for Verdipapirsentralen, Oslo Børs, Norsk Oppgjørssentral ASA, Den norske Bank ASA, Finansdepartementet og Kredittilsynet.

Medlemmet *Krokeide* har i utvalgets avsluttende fase gitt enkelte merknader til utvalgets innstilling i tillegg til de som fremkommer i de enkelte kapitler. Det har ikke vært praktisk mulig å innarbeide disse i utvalgets innstilling. Merknadene er av den grunn tatt inn i sin helhet i kapittel 27. Disse merknader er gitt etter utvalgets siste møte og er derfor ikke vurdert av utvalgets øvrige medlemmer.

Kapittel 2

Sammendrag

Verdipapirsentrallovutvalget legger med dette frem forslag til lov om verdipapirregistre med motiver. Den nye loven vil avløse lov 14. juni 1985 nr. 62 om Verdipapirsentral.

Utvalget har i sitt forslag lagt særlig vekt på den rolle og den betydning et verdipapirregister, i dag Verdipapirsentralen (VPS), har i verdipapirmarkedet. I samsvar med mandatet er utvalgets forslag basert på hensynet til et sikkert, effektivt og velfungerende verdipapirmarked, jf. [\(Link til\)](#) kapittel 8 der utvalget har drøftet hvilke hovedhensyn som gjør seg gjeldende ved regulering av verdipapirregistre. Etter utvalgets syn tilsier den erfaringen en har vunnet med verdipapirregistreringsvirksomhet siden opprettelsen av VPS i 1985 at det ikke lenger er samme behov for detaljerte regler for denne type virksomhet. Etter *utvalgets* syn bør loven i større grad enn etter gjeldende rett være en rammelov for virksomheten til et verdipapirregister. *Utvalgets* forslag medfører derfor til en viss grad en forenkling av rammebetingelsene for slik virksomhet. Etter *utvalgets* forslag kan det enkelte verdipapirregister i større grad enn tidligere selv avgjøre hvordan registreringsvirksomheten skal organiseres, dog slik at organiseringen vil være under myndighetstilsyn. *Utvalget* har lagt vekt på at reguleringen av verdipapirregistreringen bør være fleksibel slik at det enkelte register skal ha mulighet til å organisere virksomheten på den måte registeret finner det hensiktsmessig. *Utvalget* har i denne sammenheng lagt stor vekt på at Verdipapirsentralen skal kunne organisere driften på samme måte som etter gjeldende regelverk dersom dette er ønskelig.

Den foreslåtte loven skal regulere virksomhet som består i registrering av finansielle instrumenter nevnt i verdipapirhandeloven § 1-2 annet ledd, med de virkninger som er omtalt i loven. Dette vil blant annet være negotiabilitets- og rettsvernsvirkninger knyttet til registrering i et verdipapirregister.

Et verdipapirregister kan etter forslaget ikke drive annen virksomhet enn den som har naturlig sammenheng med registreringsvirksomheten.

Utvalget foreslår at Verdipapirsentralens enerett til registrering oppheves. Etter forslaget skal det være krav om offentlig tillatelse for å drive verdipapirregistreringsvirksomhet. Kompetansen til å gi slik tillatelse foreslås lagt til departementet.

Utvalget har vurdert forskjellige organisasjonsformer for verdipapirregistreringsvirksomhet. Etter gjeldende rett er VPS en selveiende institusjon organisert etter reglene i verdipapirsentralloven (vpsl.). Flertallet i utvalget går inn for at verdipapirregistre skal være organisert som allmennaksjeselskap. Dette innebærer at VPS må omdannes til et allmennaksjeselskap. Et mindretall foreslår at allmennaksjeselskap og selveiende institusjon lovfestes som alternative organisasjonsformer.

Utvalget foreslår at den relativt detaljerte reguleringen om innretningen av registreringsvirksomheten som gjeldende regler innebærer, ikke videreføres. Et flertall i *utvalget* går inn for at gjeldende lovfestede krav til bruk av kontoførere ikke videreføres. Selv om kontoførerordningen gjennomgående har fungert godt, mener flertallet at verdipapirregistrene selv bør kunne organisere registreringsvirksomheten slik de til enhver tid finner tjenlig. Et mindretall går inn for at ordningen med kontoførere videreføres. Mind-

retallet legger blant annet vekt på at konkurrerende kontoførere bidrar til økt konkurranse om å drive selve kontoføringen rasjonelt.

Et flertall i *utvalget* foreslår at gjeldende lovs plikt til registrering oppheves. Flertallet skisserer løsninger for hvordan skatterapporteringen og myndighetskontrollen kan ivaretas. Flertallet foreslår i sammenheng med dette at det åpnes opp for forvalterregistrering av finansielle instrumenter. Forslaget omfatter ikke registreringsplikt etter annen lovgivning, herunder aksjeselskapslovgivningen. Et mindretall foreslår at registreringsplikten videreføres i ny lov, og går også i mot en utvidet adgang til forvalterregistrering.

Utvalget foreslår at ingen skal kunne eie aksjer som representerer mer enn 20 prosent av aksjekapitalen eller stemmene i et verdipapirregister. Eierbegrensningen skal ikke være til hinder for at verdipapirregisteret eies 100 prosent av et rent holdingselskap, underlagt tilsvarende eierbegrensning, forutsatt at de øvrige datterselskapene ikke driver annen virksomhet enn børsvirksomhet, virksomhet som autorisert markedsplass, oppgjørsvirksomhet etter verdipapirhandelloven ([Link til](#)) kapittel 6 eller virksomhet som har naturlig sammenheng med dette. Det foreslås videre en hjemmel til å gjøre unntak fra eierbegrensningsreglene i særlige tilfelle.

Verdipapirregisteret skal etter forslaget til enhver tid ha en ansvarlig kapital som er forsvarlig ut fra omfanget og risikoen ved foretakets virksomhet.

Utvalget foreslår regler som regulerer verdipapirregisterets erstatningsansvar, og om forsikring eller annen garantistillelse godkjent av Kredittilsynet.

Utvalget har foreslått regler om klage over avgjørelser truffet av et verdipapirregister eller av en representant for registeret. Klagereglene er, med enkelte unntak, en videreføring av gjeldende rett.

Det foreslås at verdipapirregistre skal være underlagt tilsyn av Kredittilsynet, på lik linje med det VPS er etter gjeldende rett, og slik også andre institusjoner i verdipapirmarkedet er. *Utvalget* har videre foreslått å videreføre straffebestemmelsen i gjeldende lov.

På bakgrunn av *utvalgets* forslag om at verdipapirregistre skal organiseres som allmennaksjeselskap, inneholder forslaget bestemmelser om omdannelse av VPS til allmennaksjeselskap. Det foreslås at omdannelsen gjennomføres ved at aktiva og passiva overdras fra VPS til et nystiftet allmennaksjeselskap og at aksjene i allmennaksjeselskapet selges. Flertallet foreslår at salget gjøres ved et offentlig spredningssalg fritt i markedet. Mindretallet foreslår at salget gjøres til en avgrenset gruppe eiere som anses for egnede eiere av VPS. *Utvalget* er videre delt, uten noe flertall, når det gjelder anvendelsen av salgsprovenyet som fremkommer ved salget av aksjene. En fraksjon går inn for at midlene skal tilføres en stiftelse hvis formål vil være todelt. For det første kan avkastningen av stiftelsens grunnkapital utdeles løpende til nærmere angitte formål. For det annet skal grunnkapitalen fungere som en sikringsordning for verdipapirregistre. En annen fraksjon mener at midlene bør tilfalle statskassen. En tredje fraksjon er av den oppfatning at kapitalen bør videreføres i den omdannede institusjonen som en bunden del av egenkapitalen.

Utvalget har foreslått at vedtak om å avvikle virksomheten i eller oppløse et verdipapirregister må treffes av generalforsamlingen med flertall som for vedtektsendring, og at slikt vedtak skal godkjennes av departementet. Det foreslås videre regler om meldeplikt ved økonomiske vanskeligheter i et verdipapirregister og regler om videreføring av virksomheten.

Kapittel 3

Historisk oversikt

3.1 Bakgrunnen for etableringen av VPS

Verdipapirsentralen (VPS) ble opprettet i medhold av lov 14. juni 1985 nr. 62 om Verdipapirsentral. Etableringen av VPS innebar at de fysiske verdipapirene ble erstattet av et dokumentløst system, med registrering av verdipapirer og rettigheter til disse i VPS. Foranledningen til etableringen av VPS var en stor økning i omsetningen av verdipapirer tidlig på 1980-tallet som medførte problemer i omsetnings- og forvalterapparatet. Aksjeomsetningen økte fra 1,7 mrd. kr. i 1982 til 31,8 mrd. kr. i 1985, og obligasjonsomsetningen økte fra 5,8 mrd. kr. i 1983 til 75,9 mrd. kr. i 1985. I Ot.prp. nr. 83 (1984-85), som lå til grunn for etableringen, heter det om dette blant annet (side 3):

«De senere år har økningen i verdipapiromsetningen vært meget betydelig. Dette har ført til en stor belastning i omsetningsleddet med de uheldige virkninger dette har, blant annet med forsinket rapportering av omsatte verdipapirer. Dette har medført et økt behov for rasjonaliseringer i verdipapiromsetningen.

Det har vært ønskelig at man også skulle kunne få skattefradrag for sparing i aksjer på individuell basis, men de skattemessige kontrollmuligheter har foreløpig talt mot å innføre en slik ordning. Den foreslåtte ordning med VPS innebærer at de fysiske verdipapirer erstattes med registreringer i VPS. Rettigheter til aksjer og obligasjoner vil bli knyttet til en registrering i stedet for til et dokument. I et dokumentløst system vil det av aksje- og obligasjonseieres verdipapirkonti fremgå hvilke beholdninger som holdes og eventuelle opplysninger om rettigheter i tilknytning til porteføljen.

[...]

Det ligger et sterkt potensiale for rasjonell drift i den del av omsetningen hvor VPS blir virksom. Besparelsene ligger blant annet i mulighetene for sikker og rask registrering av endrede eier- eller andre rettsforhold uten bruk av dokumenter med de håndteringsproblemer dokumentene medfører, en raskere ajourføring av aksjeregistre med videre. VPS gir muligheter for skattemessig kontroll ved en ordning med individuell aksjesparing, og vil kunne gi skattemyndighetene oversikt over hvem som eier obligasjoner som er registrert i VPS.»

3.2 Lovforberedelsen

Under behandlingen av Ot.prp. nr. 64 (1981-82) om aksjesparing med skattefradrag uttalte daværende finansminister Rolf Presthus at det burde etableres en verdipapirsentral i Norge. En slik sentral ble sett som en forutsetning for å kunne gjennomføre en ordning med individuell aksjesparing med skattefradrag. På denne bakgrunn etablerte Bergen Bank, Christiania Bank og Kredittkasse og Den norske Creditbank et utvalg for å utrede etablering av en verdipapirsentral i Norge. Utredningen, den såkalte «Tre-bank innstillingen», forelå i desember 1982. Verdipapirsentralen ble foreslått opprettet som et aksjeselskap med en aksjekapital på 6 mill. kr. Halvparten av aksjekapitalen

skulle dekkes av forretningsbankene, mens sparebankene, Norges Bank og Fellesrådet for Realkreditt- og Hypotekforeningene skulle stå for 1 mill. kr. hver. Det ble foreslått å avskaffe de fysiske obligasjonsdokumenter, mens aksjesertifikatene i første omgang skulle beholdes. Tre-bank innstillingen ble sendt på høring og hovedlinjene fikk alminnelig tilslutning blant høringsinstansene. Det ble imidlertid understreket et behov for en nærmere utredning.

På bakgrunn av ovennevnte tok Den Norske Bankforening i mai 1983 et initiativ overfor Finansdepartementet for å etablere et utvalg som skulle fortsette utredningsarbeidet med sikte på etableringen av en norsk verdipapirsentral. Utvalget skulle være privat, men med mandat klarert med departementet. Departementet sluttet seg til forslaget om at et bredere sammensatt arbeidsutvalg ble gitt i oppgave å utrede de tekniske og juridiske sider ved etablering av en verdipapirsentral. Arbeidsgruppens mandat er gjengitt i Ot.prp. nr. 83 (1984-85) side 7. Arbeidsgruppen ble deretter etablert, med representanter fra Bankforeningen, Sparebankforeningen, Oslo Børs, Fondsmeglerforbundet, Industriforbundet, Fellesrådet for Realkreditt- og hypotekforeningene, Forsikringsforbundet, Aksjespareforeningen, Norske Bankfunksjonærers Forbund, Norges Bank, Bankinspeksjonen og Skattedirektoratet.

Arbeidsgruppen avga i juni 1984 sin innstilling, den såkalte «Blåboka». Det er i Ot.prp. nr. 83 (1984-85) side 7 flg. gitt en oversikt over arbeidsutvalgets vurderinger og anbefalinger. Det heter blant annet (side 8):

«Arbeidsutvalget foreslår at verdipapirsentralens virksomhet reguleres i en særskilt lov, som gir sentralen dens status og fastsetter dens organisasjon. Videre vil loven måtte regulere vilkårene for og rettsvirkningene av registrering. Det vil være nødvendig med endringer i en rekke lover.

Ved utarbeidelsen av forslaget har arbeidsutvalget tatt sikte på at en gjør minst mulige endringer i forhold til dagens system.

Verdipapirsentralen foreslås gitt enerett til å foreta registreringer med de virkninger som følger av loven.

Sentralen organiseres som en selveiende institusjon og forutsettes å være selvfinansierende. Den ledes av et bredt sammensatt representantskap og et mindre styre. Representantskapet fastsetter vedtektene, men disse må godkjennes av Kongen. Sentralen vil være underlagt Bankinspeksjonens tilsyn.

All registrering foretas via kontoførende institusjoner. Kontoførende institusjoner kan være banker, obligasjonsutstedende kredittforetak og meglere.

Store investorer og store aksjeselskaper vil kunne hente informasjon direkte fra sentralen etter nærmere fastsatte regler.

I sentralen skal det kunne registreres eiendomsrett og begrensede rettigheter til aksjer og obligasjoner. Rettsvern er knyttet til registreringen i sentralen. Registreringene skal uttømmende angi de forhold som skal kunne påberopes overfor kreditorer og godtroende avtaleerververe, med unntak av det som måtte følge direkte av lov og sterke ugyldighetsgrunner (med unntak for umyndighet som skal fremgå av det registrerte).

Klage over avgjørelse om registrering eller nekting av registrering kan bringes inn for en klagenemnd. Alle med rettslig klageinteresse kan fremsette klage.

I aksjeloven må kravet om utstedelse av aksjebrev oppheves for selskaper registrert i sentralen. Reglene om aksjebok må endres ut fra at selskapet ikke lenger selv vil ha ansvaret for føring av denne.

I forbindelse med etablering av en verdipapirsentral vil det også bli foreslått at det åpnes adgang til en form for forvalterregistrering av aksjer. Slik registrering vil være nødvendig for aksjer som skal omsettes i utlandet, og er i praksis innført for en rekke selskaper. En slik adgang begrenses til utenlandske aksjonærer og knyttes sammen med stemmerettsbegrensninger.

[...]

Arbeidsutvalget foreslår at verdipapirsentralen får som arbeidsoppgave å registrere aksjer og obligasjoner med dertil knyttede funksjoner. Det forutsettes at alle børsnoterte papirer må registreres.

Arbeidsutvalget anbefaler at et nytt system for verdipapiromsetningen i Norge baserer seg på en dokumentløs ordning.

Arbeidsutvalget anbefaler at ansvar for føring av verdipapirkonti med tilhørende saksbehandling legges desentralt til kontoførerne, men med sentral registrering i verdipapirsentralen. Med kontofører menes en institusjon som har rett til å foreta registrering i verdipapirsentralens registre med rettslige virkninger. Arbeidsutvalget foreslår at banker, fondsmeglere, obligasjonsutstedende kredittforetak og Norge Bank kan være kontoførere.»

Finansdepartementet sluttet seg i hovedsak, med unntak av spørsmålet om registreringsplikt, til utvalgets innstilling i Ot.prp. nr. 83 (1984-85). Arbeidsutvalget hadde foreslått at alle norske obligasjoner og dessuten aksjer notert på Oslo Børs skulle være undergitt tvungen registrering. Departementet mente imidlertid at VPS ville kunne bli en «fullt rasjonell og effektiv registreringssentral, og noen registreringstvang burde i så fall være unødvendig» (proposisjonen side 28). Samtidig med forslaget til lov om Verdipapirsentral fremmet Justisdepartementet forslag til endring i andre lover i Ot.prp. nr. 84 (1984-85).

Begge proposisjonene ble behandlet i Stortingets finanskomité, men det ble avgitt to innstillinger: Innst.O. nr. 101 (1984-85) om lov om Verdipapirsentral, og Innst.O. nr. 102 (1984-85) om endring i aksjeloven og andre lover. Finanskomitéen foretok visse endringer i reglene om valg av VPS' styre, men fulgte ellers regjeringens forslag.

De praktiske forberedelsene til etablering av VPS ble påbegynt allerede samtidig med at arbeidsgruppen leverte sin innstilling. I juni 1984 etablerte Bankforeningen og Sparebankforeningen, i samarbeid med Fondsmeglerforbundet, Fellesrådet for Realkreditt- og Hypotekforeningene samt Norges Bank, det såkalte «Interessentskapet Verdipapirsentralen under etablering». Interessentskapet etablerte de tekniske forutsetninger for en verdipapirsentral, mht. lokaler, maskinvare, programvare, personale mv., med kostnader i størrelsesorden 100 mill. kroner, i hovedsak før loven var vedtatt.

Av tids- og kostnadsmessige grunner ble VPS' systemmessige oppbygning basert på grunnsystemer som ble kjøpt fra den danske verdipapirsentralen (VP). Systemene ble tilpasset norske forhold.

Lov om Verdipapirsentral trådte i kraft 15. oktober 1985. Den selveiende institusjonen ble etablert 1. januar 1986, og i april 1986 overtok den alle aktiva og passiva fra interessentskapet, uten ytterligere vederlag. Interessentskapet ble deretter avviklet.

Den faktiske konvertering til Verdipapirsentralen startet i mai 1986, med forretningsbankene qua aksjeselskaper som pilotfase. Øvrige aksjeselskaper ble konvertert i september/oktober, og obligasjonslån i november 1986. Ved utgangen av 1986 var 100 aksjeselskaper og 632 obligasjonslån registrert i

VPS. Senere har også andre finansielle instrumenter blitt registrert i VPS, så som verdipapirfondsandeler og grunnfondsbevis.

Vpsloven er senere blitt endret en rekke ganger. Den mest omfattende endring vil kunne sies å være at det ved lov 9. januar 1987 nr. 8 ble innført tvungen registrering i VPS for enkelte finansielle instrumenter. Endringen ble først og fremst begrunnet ut fra hensynet til en effektiv skattekontroll, jf. Ot.prp. nr. 4 (1986-87) side 38.

Lov 17. desember 1999 nr. 95 om betalingssystemer medfører at oppgjør i verdipapiroppgjørssystemer (og interbanksystemer) vil kunne gjennomføres selv om en deltaker i systemet kommer under insolvensbehandling. Reglene bygger på bestemmelser som følger av Rdir. 98/26/EF om «endeleg oppgjør i betalingssystem og i oppgjørssystem for verdipapir» (oppgjørskdirektivet). Loven vil kunne få virkning for deltakerne i verdipapiroppgjørssystemet (VPO), dersom oppgjørssystemet søker godkjenning av Kredittilsynet etter lovens § 4-1.

Kapittel 4

Verdipapirmarkedet

4.1 Innledning

Verdipapirmarkedet har de seneste årene vært beskrevet flere ganger i offentlig oppnevnte utvalg; blant annet i Verdipapirhandellovutvalget i NOU 1995:1 og NOU 1996:2 og sist i Børslovutvalget NOU 1999:3. Etter *Verdipapirsentrallovutvalget*s syn gir disse fremstillingene fortsatt en dekkende beskrivelse av verdipapirmarkedet. *Utvalget* har allikevel lagt til grunn at det vil kunne være hensiktsmessig med en kort beskrivelse av verdipapirmarkedet i utredningen om ny verdipapirregisterlov. *Utvalgets* fremstilling vil ikke være like omfattende som Verdipapirhandellovutvalgets og Børslovutvalgets. For en fyldigere beskrivelse vises det til de ovenfor nevnte utredninger.

4.2 Behovet for et effektivt og velfungerende marked for verdipapirer i Norge

Verdipapirmarkedet er et marked hvor det omsettes finansielle instrumenter. Verdipapirmarkedet kan deles inn i delmarkeder, hvor det benyttes forskjellige instrumenter. Vanligvis skilles det mellom egenkapitalmarkedet, som omfatter aksjer og grunnfondsbevis, og fremmedkapitalmarkedet der obligasjoner og sertifikater er betydningsfulle instrumenter. I tillegg inkluderes normalt derivatmarkedet, som er et marked for instrumenter avledet av verdipapirer eller andre «finansielle fordringer».

Aksje- og obligasjonsmarkedet kan ytterligere deles opp i to ulike nivåer. Utgangspunktet for all videre omsetning av finansielle instrumenter i disse delmarkedene gjøres i førstehåndsmarkedet, som er markedet for nyutstedte aksjer og obligasjoner. I annenhåndsmarkedet kjøpes og selges så de tidligere utstedte verdipapirene. Verdipapirhandellovutvalget gir i NOU 1995:1 Investeringsforetak følgende beskrivelse av de ulike delmarkedene og deres underliggende nivåer (side 22):

«I førstehåndsmarkedet for aksjer [og grunnfondsbevis] kanaliseres risikokapital til bedriftene [og foretakene]. I annenhåndsmarkedet justeres aksjekursene slik at de avspeiler forventet avkastning og risiko. Dette virker tilbake i førstehåndsmarkedene slik at risikokapital kanaliseres til områder med gunstig avkastning og risiko. Obligasjonsmarkedet kanaliserer lånekapital til først og fremst næringslivet og det offentlige. Det er her snakk om store lånevolum og vilkårene for låntaker kan derfor bli bedre enn ved låneopptak i finansinstitusjoner. De ulike lånene prises relativt til den risikofrie rente både etter hvor lett omsettelige obligasjonene er, og i henhold til risikoen knyttet til at låntaker ikke klarer å innfri sine låneforpliktelser. Derivatene bedrer investorenes muligheter for risikostyring fordi de gjør det mulig å skille ut og isolere ulike risikokomponenter. På denne måten kan risiko fordeles innenfor det finansielle system til dem som har best vilje og evne til å bære risikoen til minst kostnad. <...>

For at kapitalmarkedet skal fungere på en optimal måte er det nødvendig at aktiviteten i annenhåndsmarkedet er høy. De børsnoterte selskapene og obligasjonsutstederne er først og fremst interessert i kapitaltilførselen i førstehåndsmarkedet. I annenhåndsmarkedet kan investor avslutte sin investering, og denne muligheten er et vilkår for investeringen i førstehåndsmarkedet. Dårlig likviditet i annenhåndsmarkedet innebærer at det kan bli vanskelig å selge eller kjøpe verdipapirer uten at prisen endres betydelig. Investor vil kreve høyere forventet avkastning i papirer med liten omsetning enn i papirer som lett kan kjøpes eller selges. En sier at likviditetspremien vil øke. Fra samfunnets side er det ønskelig at likviditetspremien ikke blir for høy for da vil færre investeringsprosjekter tilfredsstille avkastningskravet. For å sikre en tilstrekkelig høy likviditet er både kortsiktige og langsiktige aktører viktige.»

Verdipapirmarkedets hovedoppgave i samfunnsøkonomien er å formidle kreditt og egenkapital. Dette bidrar til kapitaloppbyggingen i samfunnet, og til at kapitalen kanaliseres dit den kaster mest av seg. Verdipapirmarkedet bidrar således til økt effektivitet i fordelingen av samfunnets ressurser. I NOU 1995:1 beskrives videre verdipapirmarkedets samfunnsøkonomiske rolle slik (side 21):

«En helt generell innledning om verdipapirmarkedenes samfunnsmessige betydning kunne ta utgangspunkt i en økonomi med penger (sedler og mynt) som eneste finansobjekt. I en slik økonomi kan konsumenten bruke løpende inntekt til forbruk, realinvesteringer eller finansinvesteringer i form av penger (på kistebunnen). Konsumenter og produsenter kan i en slik økonomi ikke gjennomføre realinvesteringer uten basis i forutgående eller samtidig inntekt. Dersom en i en slik økonomi introduserer finansielle fordringer mellom entreprenøren og konsumenten, enten direkte eller gjennom finansielle mellommenn, gir dette nye muligheter. Konsumenten får tilgang til et nytt (rente-bærende) finansielt plasseringsalternativ og private entreprenører får adgang til å gjennomføre lånefinansierte investeringer. Dette framskynder både boligprosjekter og investeringer i produksjonsutstyr, og det bedrer dermed kapitalakkumulasjonen i økonomien. Kreditt innen publikumssektoren blir først allment tilgjengelig når det håndteres av et utviklet kredittformidlingssystem (det vil særlig si banker) med tilstrekkelig tillit. Virkelig store og risikable investeringer vil det imidlertid være vanskelig å finansiere for en enkelt bank. Risikable prosjekter kan finansieres ved egenkapital der private går sammen med begrensede andeler, og store prosjekter ved at långivere (inklusive banker) yter hver sin del av lånet.

Oppdeling i andeler gjør det mulig med større prosjekter fordi investeringer og risiko kan deles. Standardisering av eierdeler til aksjer og av låneandeler til obligasjoner kan gjennomføres. Standardisering til verdipapirer kan bringe kostnadene ned ettersom slike eier- og låneandeler kan omsettes i annenhåndsmarkedet når det foreligger tilstrekkelig allment tilgjengelig informasjon.

Verdipapirmarkedets spesifikke rolle er altså å effektivisere utstedelse og omsetning av

- eierandeler i selskapene, - dvs. aksjer mv.
- finansielle fordringer, - dvs. obligasjoner mv.

ved at aksjer og fordringer standardiseres i form av verdipapirer, og omsetningen organiseres og sentraliseres på en felles markedsplass.

Via verdipapirmarkedet kan mange, i prinsippet en ubestemt krets, bli deleiere i samme foretak på standardiserte vilkår, dvs. som aksjonærer. På samme måte kan en ubestemt krets bli långivere til samme låntaker, på standardiserte vilkår, dvs. som obligasjonseiere mv. Aksjonærer og obligasjonseiere kan dessuten omsette andelene i annenhåndsmarkedet, i prinsippet til hvem som helst og uten at det skjer noen nærmere avtale med selskapet eller med låntakeren som har utstedt verdipapiret.

Vi kan dermed alt i alt identifisere tre kilder til samfunnsøkonomiske gevinster. Kreditt i privat sektor fremmer kapitalakkumulasjonen, oppdeling av prosjektene muliggjør store og risikable prosjekter, og standardisering av fordringene til verdipapirer reduserer formidlingskostnadene. Disse momentene gjelder også helt eller delvis for andre finansielle fordringer. Den samfunnsøkonomiske nytten av verdipapirer er dermed på mange måter sammenfallende med nytten av andre finansielle fordringer.»

En velorganisert markedsplass, som for eksempel en børs, er nødvendig for å gi investorene tillit til markedet, og bidrar til økt effektivitet i transformasjonen av sparing til investeringer ved at kostnadene i formidlingsprosessen til de utvalgte prosjekter holdes nede. Videre vil registrering i et register som gir rettsvern og legitimasjonsvirkninger øke tilliten i verdipapirmarkedet. Et verdipapirregister vil videre kunne bidra til økt effektivitet ved deltakelse i oppgjøret av handlene med de finansielle instrumenter.

4.3 Andre institusjoner i markedet for verdipapirer

4.3.1 Oslo Børs

Børsvirksomhet er regulert i lov 17. juni 1988 nr. 57 om verdipapirbørs (børsloven). Forslag til ny lov om børsvirksomhet ble 15. desember 1998 lagt frem av et utvalg nedsatt av Finansdepartementet for å utrede alternative modeller for organisering av børsvirksomhet (Børslovutvalget). Børslovutvalgets innstilling er trykket i NOU 1999:3. Innstillingen har vært på høring og Finansdepartementet vil ventelig fremme proposisjon til ny børslov i løpet av våren 2000.

Kjernevirksomheten til en børs vil være drift og organisering av en markedsplass, i denne sammenheng markedsplass for omsetning av finansielle instrumenter. I tillegg omfatter børsens oppgaver offentlig myndighetsutøvelse i form av forvaltningsrettslige vedtak, og deltagelse i myndighetenes tilsyn med verdipapirmarkedet.

Aksjer, grunnfondsbevis og obligasjoner vil kunne børsnoteres etter søknad fra utsteder, som typisk vil være allmennaksjeselskaper, sparebanker og obligasjonsutstedende foretak. Standardiserte derivater opptas til notering etter avgjørelse fra Oslo Børs og Norsk Oppgjørssentral ASA.

Handel med børsnoterte aksjer, grunnfondsbevis og obligasjoner over børs skjer med verdipapirforetak som mellommann mellom kjøper og selger av de finansielle instrumenter. Verdipapirforetaket vil på vegne av investor kunne legge inn ordre i børsens elektroniske handelssystem, hvor handlene

«matches». Når handlene er utført skrives det sluttseddel til investor, og kjøp og salg meldes til VPS for avregning og oppgjør, herunder for registrering av de finansielle instrumentene på kjøpers vpskonto. Dersom handelen skjer utenfor børsens handelssystem, skal handelen rapporteres til børsen, jf. vphl. § 9-4 første ledd første punktum.

4.3.2 Norsk Oppgjørssentral ASA

Norsk Oppgjørssentral ASA (NOS) driver oppgjørsvirksomhet etter reglene i vphl. ([Link til](#)) kapittel 6. Med oppgjørsvirksomhet menes yrkesmessig virksomhet som består i å tre inn som part eller på annen måte garantere for oppfyllelse av avtaler som gjelder handel med forskjellige typer derivatkontrakter og forpliktelser vedrørende lån av finansielle instrumenter, jf. vphl. § 1-6.

En oppgjørssentral skal videre organisere oppjøret mellom partene, jf. vphl. § 6-3. NOS garanterer for oppfyllelse ved å tre inn som sentral motpart ved handel med både børsnoterte og ikke-børsnoterte derivater. Som sentral motpart er NOS kjøper overfor selger og selger overfor kjøper. Alle børsnoterte derivatkontrakter er registrert i VPS, og det skjer en parallell overføring av alle handler som inngår i børsens handelssystem til VPS og NOS. NOS tilbyr videre clearingtjenester ved lån av finansielle instrumenter, jf. vphl. § 8-8.

4.3.3 Norges Bank

Norges Bank er oppgjørsbank for handel med finansielle instrumenter. Norges Bank gjennomfører pengeoppjøret både for handler som inngår i verdipapiroppgjørssystemet (VPO), jf. ([Link til](#)) kapittel 6.4, og for handler som cleares gjennom NOS.

4.3.4 Banker, verdipapirforetak, forvaltningsselskaper for verdipapirfond mv.

Etter lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (vphl.) § 7-1 kan investeringstjenester bare ytes av selskaper med tillatelse fra Finansdepartementet (delegert til Kredittilsynet). Tillatelse kan gis til kredittinstitusjon eller til allmennaksjeselskap, jf. vphl. § 7-3. Som kredittinstitusjon regnes «foretak hvis virksomhet består i å motta innskudd eller andre tilbakebetalingspliktige midler fra allmennheten og å yte lån for egen regning», jf. lov 10. juni 1988 nr. 40 om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner § 1-5 nr. 3. Definisjonen er basert på forpliktelser etter EØS-avtalen og er noe videre enn «bankdefinisjonen» som følger av forretningsbankloven og sparebankloven. Etter vphl. § 1-2 første ledd nr. 1 omfattes «mottak og formidling av ordre på vegne av investor i forbindelse med finansielle instrumenter, samt utførelse av slike ordre» av definisjonen av investeringstjenester. Ved utførelse av denne tjenesten vil verdipapirforetak opptre som mellommenn i handel med finansielle instrumenter. Verdipapirforetak vil videre blant annet kunne drive egenhandel som ledd i egen kapitalforvaltning. Etter vpsl. § 3-1 kan banker og verdipapirforetak være kontoførere i VPS. Verdipapirforetak vil også kunne bli børsmedlem etter børsloven § 3-1.

Virksomheten til et forvaltningsselskap for verdipapirfond er regulert i lov 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond og består i å motta innskudd fra en ubestemt krets av personer for i fellesskap å delta i kjøp av og salg av verdipapirer. Etter lovens § 1-2 er et verdipapirfond «en selvstendig formuesmasse som for det vesentligste består av verdipapirer, oppstått ved kapitalinnskudd fra en ubestemt krets av deltakere». Verdipapirfondet vil være registrert i VPS som eier av verdipapirene som inngår i fondet. Forvaltningsselskaper for ver-

dipapirfond kan etter vpsl. § 3-1 være kontofører «for så vidt gjelder fondsandeler i fond forvaltningsselskapet administrerer».

Et verdipapirmarked forutsetter at det finnes utstedere av finansielle instrumenter. Utstedere vil typisk være aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper for aksjer og obligasjoner, sparebanker for grunnfondsbevis og obligasjoner, og kredittforetak for obligasjoner. I tillegg vil det offentlige kunne være utsteder ved at det legges ut obligasjonslån, som for eksempel statsobligasjoner.

I følge hovedlisten på Oslo Børs den 1. mars 2000 er de største investorene i det norske verdipapirmarkedet følgende (eksl. stats- og trygdeforvaltningen):

- Verdipapirfond, 43 mrd. kr.
- Livsforsikringsselskaper, 35 mrd. kr.
- Pensjonskasser, 11 mrd. kr.
- Skadeforsikringsselskaper, 5 mrd. kr.
- Forretningsbanker, 4 mrd. kr.
- Sparebanker, 1 mrd. kr.

Kapittel 5

Internasjonale rammebetingelser

5.1 EØS-avtalen - EU rettslig regulering

5.1.1 Innledning

EØS-avtalen bygger på at reglene om EUs indre marked også gjøres gjeldende for de EFTA-land som har undertegnet avtalen (heretter omtalt som EFTA-landene). Gjennom EØS-avtalen kommer EF-rettens regler om de fire friheter og konkurranse til anvendelse i hele EØS-området. Videre har avtalen til formål å sikre at EUs felles lovgivning på de områder som er omfattet av avtalen skal gjennomføres også i EFTA-landene.

Grunnleggende prinsipper i EF-samarbeidet ble etablert ved inngåelsen av traktatene om Det europeiske økonomiske fellesskap (EØF-traktaten/Romatraktaten). For det første fastslår Romatraktaten hovedprinsippet om at det skal være fri adgang for statsborgere i et medlemsland til å etablere seg i et annet medlemsland. Videre innfører Romatraktaten prinsippene om de fire friheter; fri bevegelse av varer, tjenester, personer og kapital. Et annet viktig prinsipp i EF/EØS-retten er forbudet mot forskjellsbehandling på grunnlag av nasjonalitet. For finanssektoren vil det særlig være etableringsretten og den frie flyt av tjenester og kapital som vil være av betydning.

Reglene om fri flyt av tjenester innebærer at det verken skal være hindringer for tjenesteyterens adgang til å selge sine tjenester eller restriksjoner på adgangen til å kjøpe tjenester i andre EØS-land. Dette innebærer i utgangspunktet en rett til å tilby sine tjenester over landegrensene i andre medlemsland uten å være etablert der. Prinsippet om at kapital skal kunne gå uhindret på tvers av landegrensene innebærer at det ikke kan settes hindringer ved grensene ut fra hvilke land i EØS-området kapitalen kommer fra eller kanaliseres til. Det kan heller ikke fastsettes nasjonale regler som hindrer transaksjoner, for eksempel kjøp og salg av finansielle instrumenter, mellom bedrifter og enkeltpersoner i EØS-området.

Det følger av EØS-avtalens artikkel 31 (Romatraktaten artikkel 43) at «det ikke (skal) være noen restriksjoner på etableringsadgangen» innen EØS. Etableringsadgangen innebærer en rett til etablering «på de vilkår som lovgivningen i etableringsstaten fastsetter for egne borgere». Etableringsretten omfatter en rett for selskaper til å etablere «agenturer, filialer og datterselskaper» i en annen medlemsstat. Rekkevidden av reglene om de fire friheter og etableringsretten må vurderes ut fra annen fellesskapslovgivning og rettspraksis fra EF- og EFTA-domstolen. På rettsområder der EF-retten har innført harmonisert lovgivning, vil de grunnleggende prinsippene virke som tolkingsprinsipper for denne. Det følger videre av rettspraksis at det kan være tillatt med restriksjoner blant annet dersom disse ikke innebærer noen form for diskriminering på grunnlag av nasjonalitet, er nødvendige ut fra allmenne hensyn, er egnet til å oppnå sitt formål og ikke går lenger enn nødvendig. Dette har også vært omtalt som prinsippet om «allmenne hensyn» eller «general good».

Utvalget har i kapittel 13 lagt til grunn at EØS-avtalen ikke er til hinder for et krav om konsesjon fra norske myndigheter for å kunne drive verdipapirregistreringsvirksomhet i Norge. *Utvalget* viser i denne sammenheng til at det ikke er harmonisert fellesskapslovgivning for verdipapirregistre i EF-retten, slik at prinsippet om en enkelt tillatelse innen EØS-området ikke vil gjelde.

5.1.2 Oppgjørssystemdirektivet

Europaparlaments- og rådsdirektiv 98/26/EF om «endeleg oppgjør i betalingssystem og i oppgjørssystem for verdipapir» (oppgjørssystemdirektivet) gjelder for nasjonale og grensekryssende avregnings- og oppgjørssystemer for betalinger og overføringer av finansielle instrumenter mellom kredittinstitusjoner eller verdipapirforetak. Norges Banks verdipapiroppgjørssystem (VPO), jf. pkt. 6.4, samt oppgjørsvirksomhet etter vphl. [\(Link til \)](#) kapittel 6 vil omfattes av direktivets bestemmelser dersom systemet godkjennes av Kredittilsynet. Direktivet har til formål å minske risikoen i avregnings- og oppgjørssystemer. Direktivet skal sikre at det gis klare regler om når et oppgjør skal være bindende mellom deltakerne i systemet, herunder at avregning og oppgjør mellom deltakerne i systemet skal kunne gjennomføres også ved insolvensbehandling hos en av deltakerne. Direktivet er gjennomført i norsk rett i lov 17. desember 1999 nr. 95 om betalingssystemer mv. Loven trådte i kraft 14. april 2000. Direktivets bestemmelser vil ha betydning for fastsettelsen av tidspunktet for rettsvern ved handel med registrerte finansielle instrumenter. I Ot.prp. nr. 96 (1998-99) antar departementet at reglene i gjeldende vpslov om at en rett må være registrert dagen før konkursåpning for å oppnå rettsvern ikke vil være i samsvar med direktivets bestemmelser. Departementet uttaler videre (Ot.prp. nr. 96 (1998-99) side 45):

«Departementet viser til at spørsmålet om når en rettighetsregistrering i Verdipapirsentralen skal gis rettsvern reiser kompliserte spørsmål knyttet til bl.a. hvilken plikt en slik sentral skal ha til å registrere meldinger om rettighetsoverganger løpende. Departementet legger til grunn at dette er spørsmål som bør få sin endelige løsning etter at det tidligere nevnte Verdipapirsentrallovutvalget har avgitt sin utredning. Utvalget har fått frist for sin utredning ved årsskiftet 1999/2000. Dette medfører at EØS-forpliktelsene ikke fullt ut vil være oppfylt fra årsskiftet og frem til det er fastsatt endringer i lovverket på bakgrunn av utvalgets forslag»

Det kan stilles spørsmål ved om ikke en ny lov om betalingssystemer vil gå foran vpslovens bestemmelser ut fra at betalingssystemloven kan anses som en spesiallov. *Utvalget* ser ikke grunn til å gå nærmere inn på dette ettersom utvalget i kapittel 18 har foreslått regler som medfører endringer av gjeldende rett. Etter utvalgets syn vil disse oppfylle de krav som stilles i oppgjørssystemdirektivet.

5.1.3 Investeringsstjenestedirektivet - ISD

Rådsdirektiv 93/22/EØF om investeringstjenester i forbindelse med verdipapirer (ISD) har som hovedformål å etablere ett felles EØS-marked for investeringstjenester. Direktivet fastsetter regler for godkjenning av verdipapirforetak (i direktivet kalt investeringsforetak) og virksomheten til slike. Direktivet gjennomfører prinsippet om en enkelt tillatelse for virksomhet innen EØS-området og prinsippet om tilsyn ved hjemstatens tilsynsmyndigheter. Videre regulerer direktivet adgangen til å bli medlem av børser og andre regulerte markeder. Verdipapirforetak som oppfyller hjemlandets krav, herunder

minimumskravene i ISD, skal kunne være medlem av regulerte markeder i andre EØS-land på lik linje med foretak hjemmehørende i vedkommende land. Retten i ISD til adgang til regulerte markeder gir også en rett til tilgang til avregnings- og oppgjørsordninger som stilles til rådighet for medlemmer av de regulerte markeder. Direktivets artikkel 15 nr. 1 første ledd lyder:

«Med forbehold for etableringsadgangen og adgangen til å yte tjenester som omhandlet i artikkel 14 skal vertsstaten sørge for at investeringsforetak som vedkommende myndigheter i sin hjemstat er gitt tillatelse til å yte tjenester som nevnt i del A nr. 1 bokstav b) og nr. 2 i vedlegget, direkte eller indirekte kan bli medlemmer av eller få adgang til de regulerte markeder i vertsstaten der det ytes lignende tjenester, samt få adgang til eller bli medlemmer av de avregnings- og oppgjørsordninger som der stilles til rådighet for medlemmer av regulerte markeder.»

Utvælget antar at dette medfører at verdipapirfortak hjemmehørende i andre land innen EØS-området skal ha samme tilgang til et norsk verdipapirregister som de har tilgang til en norsk børs eller autorisert markedsplass. ISD regulerer imidlertid bare verdipapirforetakenes adgang til regulerte markedsplasser og oppgjørs- og avregningssystemer. Andre foretak, for eksempel store institusjonelle investorer, kan ikke kreve den samme tilgangen i medhold av ISD.

5.2 Internasjonale anbefalinger om verdipapiroppgjør

Utviklingen av systemer for oppgjør av handler i finansielle instrumenter både nasjonalt og på tvers av landegrensene er i hovedsak basert på initiativer fra brukere og interesseorganisasjoner i verdipapirmarkedene. Enkelte av disse initiativene er nedfelt i det som ofte henvises til som internasjonale anbefalinger. I forbindelse med den generelle utviklingen av verdipapirmarkedene fra slutten av 1980-tallet, ble det fra aktørenes side også fokusert på viktigheten av økt effektivitet og sikkerhet i forbindelse med oppgjørssiden av verdipapirhandel. I perioden 1988 til 1993 ble det utarbeidet flere internasjonale anbefalinger som skisserte en del grunnforutsetninger som burde være til stede for å kunne utvikle et godt fungerende internasjonalt verdipapiroppgjør. En av de viktigste anbefalingene var de såkalte «Group of 30» (G30) anbefalingene av 1989. Disse konkluderte med at en av grunnforutsetningene var å skape sikre og rasjonelle nasjonale system for avregning og oppgjør. For øvrig fokuserte disse og senere anbefalinger på viktigheten av å innføre bl.a.:

- internasjonale standarder for verdipapirmeldinger
- levering mot betaling (DvP)
- standard oppgjørsperiode på T+3
- flere oppgjør pr. dag
- dematerialiserte bokføringssystemer.

De fleste anbefalingene som ble fremsatt i denne perioden er nå innarbeidet i de fleste lands verdipapiroppgjørssystemer. Det har ikke kommet inngripende anbefalinger om verdipapiroppgjøret etter 1993, utover ECSDA-anbefalingene som beskrives noe nærmere nedenfor. Det er likevel fortsatt stor fokus på verdipapiroppgjørssystemenes effektivitet og sikkerhet. De siste års sterke økning i verdipapirromsetningen både nasjonalt og internasjonalt, og forventningen om ytterligere økning som følge av bedre tilgjengelighet via

internett, setter nye krav til oppgjørssystemene. Internasjonale trender viser at markedet blant annet er opptatt av:

- økt automatisering
- kortere oppgjørsfrister
- at oppgjøret kan gjennomføres til avtalt tid, dvs. at antallet falte handler reduseres
- at finansielle instrumenter i større grad kan utnyttes som sikkerhet i forbindelse med oppgjør og belåning
- lave kostnader
- realtidsoppgjør.

Foreningen for europeiske verdipapirregistre, ECSDA, har for å effektivisere grensekryssende verdipapiroverføringer og oppgjør utviklet et sett av minimumsstandarder. Siktemålet for disse er etablering av toveisforbindelser mellom nasjonale verdipapirregistre i Europa. Disse anbefalingene er inntatt i vedlegg 2. Det samme gjelder Lamfalussy-anbefalingene. Disse er utarbeidet av en komité nedsatt av Bank of International Settlements (BIS). Lamfalussy-anbefalingene omfatter risikoaspektene ved flervaluta-, grensekryssende-, private og multilaterale avregningssystemer. For øvrig inneholder vedlegg 2 de såkalte «Beyond the G30 recommendations», utgitt av Euroclear i 1993. Disse bygger videre på de ovennevnte G30-anbefalingene. Vedlagt følger også anbefalinger om forbedring av internasjonalt oppgjør fra FIBV (Fédération Internationale des Bourses de Valeur) fra 1989.

Kapittel 6

Verdipapirsentralens organisering og virksomhet

6.1 Gjeldende regulering

Verdipapirsentralen (VPS) ble opprettet ved lov 14. juni 1985 nr. 62 om Verdipapirsentral (vpsl.). Det følger av vpsl. § 1-2 at VPS har enerett til å foreta registreringer av verdipapirer med de virkninger som følger av vpsloven. Vpsloven fastsetter reglene om organisering av VPS, og regulerer dessuten innretningen av selve registreringsvirksomheten. Det følger videre av vpsloven hvilke finansielle instrumenter som kan eller skal registreres, og hvilke rettsvirkninger registreringen har.

Det er i flere forskrifter gitt utfyllende regler til vpsloven. Den i praksis viktigste forskriften er den såkalte registreringsforskriften, forskrift 22. mai 1986 nr. 1157 om registrering i Verdipapirsentralen. For øvrig er det gitt flere forskrifter som utvider registreringsadgangen og også registreringsplikten. Det er videre gitt forskrifter om innsyn, adgang til å være kontofører og om oppnevning og sammensetning av VPS' representantskap.

Det følger av allmennaksjeloven (asal.) at styret i et allmennaksjeselskap (ASA) skal opprette et aksjeeierregister i VPS. Asal. [\(Link til\)](#) kapittel 4 fastsetter nærmere regler om aksjeeierregisteret, blant annet om innsyn i dette, om opplysninger dette skal inneholde, og om adgangen til forvalterregistrering. Disse reglene får tilsvarende anvendelse på aksjer i aksjeselskaper registrert i VPS, jf. aksjeloven (asl) § 4-4.

Reelt sett innebærer VPS-registrering av et verdipapirfond at VPS fører andelseierregisteret på vegne av forvaltningsselskapet for det aktuelle verdipapirfondet, jf. verdipapirfondloven (vpfl). § 6-4 tredje ledd. Regelverket i vpfl. [\(Link til\)](#) kapittel 6 om føring av andelseierregisteret må derfor følges.

VPS foretar oppgjør av finansielle instrumenter. Sentralens oppgjørsvirksomhet vil kunne omfattes av de særskilte reglene om beskyttelse av overføringsoppdrag i lov om betalingssystemer, lov av 17. desember 1999 nr. 95.

Også annen lovgivning har betydning for VPS. Det kan nevnes at VPS' registreringsvirksomhet reguleres av personregisterloven, lov av 9. juni 1978 nr. 48. VPS har derfor konsesjon fra Datatilsynet til registrering av personopplysninger i elektronisk form.

6.2 Verdipapirsentralens organisering

VPS er en selveiende institusjon organisert etter reglene i vpsloven, jf. vpsl. § 2-1. Selveiende institusjoner er blant annet kjennetegnet ved at det ikke kan utøves eierrettigheter til kapitalen. De ligner således på stiftelser. De nærmere regler om VPS' organisering følger av vpsl. [\(Link til\)](#) kapittel 2.

Det er ikke i lovverket gitt en entydig definisjon av «selveiende institusjon». Børser er også selveiende institusjoner, jf. børsloven § 1-1, og de er organisert etter langt på vei samme prinsipper som VPS. Videre blir sparebanker og kredittforeninger, og til dels gjensidige forsikringsselskaper omtalt som selveiende institusjoner. Organiseringen av de sistnevnte institusjoner skiller

seg på enkelte punkter fra VPS' organisering, ikke minst ved at de kan utstede grunnfondsbevis. I Ot.prp. nr. 83 (1984-85) (side 57) skriver Finansdepartementet om organisasjonsformen at «Departementet finner, i likhet med arbeidsutvalget, at VPS' organisasjon bør reguleres i egne bestemmelser i Verdipapirsentralloven. VPS' virksomhet er såvidt egenartet at hverken aksjeloven eller lov om stiftelse bør gis direkte anvendelse.»

6.2.1 VPS' organer

6.2.1.1 Representantskapet

Representantskapet er VPS' øverste organ, jf. vpsl. § 2-5 første ledd. Det kan etter lovens § 2-4 ha fra 22 til 26 medlemmer med personlige varamedlemmer. Medlemmene skal oppnevnes av Kongen (kompetansen er delegert til Finansdepartementet).

Nærmere regler om oppnevningen og sammensetningen av VPS' representantskap er gitt i forskrift av 25. oktober 1985 nr. 3040. Forskriften fastsetter i § 1 at representantskapet skal ha 24 medlemmer. Derav skal 4 av medlemmene med personlige varamedlemmer oppnevnes av Kongen uten forutgående forslagsstilling fra andre. Dessuten har visse nærmere spesifiserte institusjoner rett til etter forslag å bli representert i representantskapet.

Tabell 6.1: Representantfordelingen i VPS' representantskap i følge forskriften om oppnevningen og sammensetningen av VPS' representantskap.

Institusjon	Antall representanter
Den norske Bankforening	3
Sparebankforeningen i Norge	2
Norges Bank	2
Norges Fondsmeglerforbund	2
Verdipapirfondenes Forening	1
Kommunenenes Sentralforbund	1
Norges Forsikringsforbund	1
Næringslivets Hovedorganisasjon	1
Aksjesparerforeningen i Norge	1
Norges Rederiforbund	1
Oslo Børs	1
Folketrygdfondet	1
Norske Finansanalytikerens Forening	1
Norsk Oppgjørssentral ASA	1
Postbanken	1

Den norske Bankforeningen fikk utvidet sin representasjon fra 2 til 3 representanter ved forskriftsendring av 24. april 1995 etter sammenslåing med Kredittforetakenes forening. Det er ikke gjort endringer i forskriften etter at Postbanken fusjonerte med Den norske Bank ASA pr. 15. desember 1999, eller etter at Den norske Bankforening og Norges Forsikringsforbund fra 1. januar 2000 gikk sammen i Finansnæringsens Hovedorganisasjon.

Ved behandlingen av administrative saker skal representantskapet suppleres med to medlemmer valgt av og blant VPS' ansatte, jf. vpsl. § 2-4 annet

ledd. Valgordningen for de ansattes representanter skal fastlegges ved avtale mellom VPS' ledelse og de ansatte, ev. i mangel av avtale, av representantskapet.

Oppnevningene foretas hvert annet år, jf. forskriften § 5. Det blir hver gang oppnevnt 12 medlemmer. De oppnevnes for en periode av fire år, og kan maksimalt sitte i 12 år til sammen, jf. vpsl. § 2-4 tredje ledd. Et medlem av representantskapet kan ikke samtidig være medlem eller varamedlem til VPS' styre, sentralens revisor, administrerende direktør eller medlem i kontrollkomitéen. Dessuten skal et medlem av representantskapet tre ut dersom vedkommende skifter arbeidssted og ikke lenger kan sies å representere samme interessegruppe som før, jf. forskriftens § 6.

Representantskapets oppgaver følger av vpsl. § 2-5 annet ledd. Oppregningen er ikke ment å være uttømmende, jf. Ot.prp. nr. 83 (1984-85) side 58. Representantskapet skal blant annet velge Verdipapirsentralens styre, behandle og fastsette planer og retningslinjer for sentralens drift, og godkjenne sentralens budsjett, herunder fastsette gebyrer. I tillegg er representantskapet ansvarlig for å oppnevne kontrollkomité og velge Verdipapirsentralens revisor. Det skal dessuten behandle de saker som styret eller kontrollkomitéen legger frem for det.

Videre skal representantskapet behandle de saker som minst en tredel av dets medlemmer krever behandlet, jf. vpsl. § 2-5 tredje ledd.

Representantskapet skal etter vpsl. § 2-6 tre sammen minst én gang i året. Dessuten skal det tre sammen når representantskapets leder, styret, kontrollkomitéen eller minst en tredel av representantskapets medlemmer finner det nødvendig. Det følger av vedtektene § 2 at representantskapet skal møtes minst to ganger i året. I det første møtet behandles årsberetning og regnskap, og i neste møte behandles planer, budsjetter og priser.

Beslutningene treffes med alminnelig flertall med mindre annet følger av loven, jf. vpsl. § 2-6 tredje ledd. Ved stemmelikhet er møteleders stemme utslagsgivende. Det følger av fjerde ledd at representantskapets leder er møteleder. Representantskapet er beslutningsdyktig når minst halvparten av dets medlemmer er til stede.

6.2.1.2 Styret

Styret er VPS' øverste utøvende organ. Det har syv medlemmer med varamedlemmer, og velges av representantskapet. Det følger direkte av vpsl. § 2-7 første ledd at fire av medlemmene skal representere kontoførerne, og at av disse skal ett medlem velges etter forslag fra Norges Bank, mens forretningsbankene og sparebankene skal foreslå ett medlem hver. Dessuten skal de ansatte ha to representanter ved behandlingen av administrative saker. Disse representantene velges av og blant VPS' ansatte.

I praksis er det enkelte interesseorganisasjoner som foreslår styremedlemmene. Det blir ved fastleggelsen av hvilke organisasjoner som skal kunne komme med forslag, utover de som etter loven skal være representert, i praksis lagt vekt på hvilke grupper som er viktige markedsaktører. Ved siden av Norges Bank, Den norske Bankforening og Sparebankforeningen, er det i det siste Verdipapirfondenes Forening, Norges Fondsmeglerforbund, NHO og Norges Forsikringsforbund som har foreslått styremedlemmer. Det er ikke truffet noen beslutning om hvilke konsekvenser det skal få at Den norske Bankforening og Norges Forsikringsforbund gikk sammen i Finansnæringens Hovedorganisasjon fra 1. januar 2000.

Styret skal sammen med administrerende direktør sørge for en tilfredsstillende organisering og drift av Verdipapirsentralens virksomhet i samsvar med reglene i vpsloven, vedtektene og representantskapets vedtak, jf. vpsl. § 2-8. Styret har kompetanse til å behandle de sakene som ikke er lagt til representantskapet. Det følger for øvrig av vedtektene § 10 at det er styret som treffer beslutning om å gi erstatning etter vpsl. § 7-1.

Styret sammenkalles på begjæring av et styremedlem eller av administrerende direktør, jf. vpsl. § 2-9. Styrets leder har ansvaret for at møter holdes så ofte det finnes nødvendig. For at styret skal være beslutningsdyktig, kreves det at halvparten av medlemmene er tilstedeværende. Beslutningene treffes med alminnelig flertall, og møteleders stemme er utslagsgivende ved stemmelikhet. Møteleder er styrets leder, eller i vedkommendes fravær, styrets nestleder. Administrerende direktør har rett til å være til stede på styremøtene og har talerett.

6.2.1.3 Administrerende direktør

Administrerende direktør ansettes av styret. Vedkommende har ansvaret for den daglige driften av VPS' virksomhet, jf. vpsl. § 2-10. Administrerende direktør skal følge styrets og representantskapets retningslinjer og pålegg.

Styret har fastsatt en stillingsinstruks for administrerende direktør. Den någjeldende instruks er av 10. november 1999. Det følger av denne blant annet at administrerende direktør kan tegne VPS' firma. Dessuten presiseres det at styret skal forelegges alle saker som etter sentralens forhold er av uvanlig art eller stor betydning, dog slik at disse kan avgjøres av administrerende direktør dersom vedkommende er gitt fullmakt til det eller styrets beslutning ikke kan avvendes uten vesentlig ulempe for sentralens virksomhet. Dette tilsvarende gjelder for aksjeselskaper, jf. asl. § 6-14 og asal. § 6-14.

6.2.1.4 Revisor

VPS skal ha en revisor valgt av representantskapet. Revisor skal granske VPS' regnskap og beretning og dens anliggender for øvrig, jf. vpsl. § 2-12.

6.2.1.5 Kontrollkomité

VPS skal ha en kontrollkomité med minst 5 medlemmer, jf. vpsl. § 2-11, hvorav minst ett oppfyller kravene stilt i domstolsloven § 54 første ledd. Det er vedtektsfestet at det skal være fem medlemmer med to varamedlemmer.

Kontrollkomitéens medlemmer velges av representantskapet, jf. vpsl. § 2-5 annet ledd litra d. Medlemmenes funksjonstid er to år, jf. vedtektenes § 4.

Kontrollkomitéen har i oppgave å føre tilsyn med styrets disposisjoner, kontrollere at regler fastsatt for virksomheten blir fulgt og vurdere virksomheten ut fra et sikkerhetsmessig synspunkt. Den skal minimum en gang i året gi melding om sitt arbeid til representantskapet og til Kredittilsynet. Vedtektene fastsetter dessuten at den årlige rapporten skal sendes til Finansdepartementet. Etter vedtektenes § 4 plikter kontrollkomitéen å underrette Kredittilsynet om forhold av vesentlig betydning for VPS' virksomhet.

Representantskapet har fastsatt en instruks for kontrollkomitéen. Det følger av denne at kontrollkomitéen skal møtes minst en gang i kvartalet.

6.2.1.6 Klagenemnd

Det følger av vpsl. § 6-1 at VPS skal ha en klagenemnd. Klagenemnden skal bestå av tre medlemmer med varamedlemmer. Medlemmene skal oppnevnes av Kongen for en periode på 4 år.

Klagenemnden skal behandle klager over avgjørelser truffet av en kontofører eller av VPS. Klage kan fremsettes av enhver med rettslig klageinteresse, jf. vpsl. § 6-2. Klagenemnden kan imidlertid la være å behandle en klage dersom den finner at klagen isteden bør fremmes til avgjørelse for domstolene. Dersom nemndens avgjørelser bringes inn for domstolene, skal forliksmegling ikke finne sted, jf. § 6-1 tredje ledd.

6.2.2 Vedtekter

Det følger av vpsl. § 2-3 at VPS skal ha vedtekter. Vedtektene fastsettes av representantskapet. Eventuelle vedtektsendringer må vedtas med to tredeler av de avgitte stemmer. Dette kravet er skjerpet i vedtektenes § 11, ved at det kreves at minst halvparten av det samlede representantskap må stemme for endringen. Vedtektene og senere endringer skal godkjennes av Kongen. Denne myndigheten har først blitt delegert til Finansdepartementet, og deretter til Kredittilsynet.

Det er ikke lovfestet hvilke bestemmelser vedtektene skal inneholde, men det fremgår av forarbeidene, jf. Ot.prp. nr. 83 (1984-85) side 57, at:

«vedtektene vil være en del av rettsgrunnlaget for VPS's virksomhet. Vedtektene bør derfor omhandle de viktige spørsmål for sentralens drift som ikke er regulert i eller med hjemmel i lov.»

På side 58 heter det videre:

«I vedtektene kan fastsettes nærmere regler om organiseringen av VPS' virksomhet, prinsipper for fastsettelse av gebyrer og lignende. En vil også vurdere om regler om sikring av data ut fra et sårbarhetssynspunkt bør med i vedtektene.»

Det følger av vedtektenes § 1 at VPS har til formål å foreta registreringer av verdipapirer med de virkninger som er omtalt i vpsloven og tilhørende lovgivning, samt å utføre tjenester som er knyttet til dette formål. Denne bestemmelsen fastslår også at VPS' sete er i Oslo.

Vedtektene inneholder for øvrig nærmere bestemmelser om de ulike organene. I tillegg følger det av vedtektenes § 5 at representantskapet skal oppnevne en valgkomité med tre medlemmer samt ett varamedlem. Valgkomitéen fremmer forslag ved valg av styre, kontrollkomité, revisor og valgkomité.

Etter vedtektenes § 6 skal styret oppnevne et rådgivende koordineringsutvalg blant sentralens brukere. Koordineringsutvalget skal ha inntil 7 medlemmer, og har i oppgave å drøfte koordinering av utviklingsarbeid i VPS og hos brukerne samt systemmessige og driftsmessige spørsmål av betydning for VPS og brukerne.

Vedtektenes § 8 fastslår at VPS skal ha rutiner for fysisk sikring og for sikring av data og programmer som til enhver tid tilfredsstiller de krav som stilles fra Datatilsynet, Kontrollkomitéen og Kredittilsynet. I denne sammenheng er styret i vedtektenes § 10 pålagt å på best mulig måte søke å redusere VPS' risiko for å komme i ansvar, herunder løpende vurdere VPS' forsikringsordninger, samt sørge for at disse til enhver tid er så gode som mulig innenfor økonomisk forsvarlige rammer. Det følger for øvrig av vedtektene at det

skal kreves regress for utbetalt erstatning dersom vilkårene for å pålegge regressansvar er oppfylt.

Det er i vedtektenes § 9 gitt visse bestemmelser om fastsettelsen av gebyrene.

6.2.3 Finansiering

Det følger av vpsl. § 2-2 at «Verdipapirsentralen dekker sine utgifter gjennom gebyrer». Etter gjeldende rett er VPS en selveiende institusjon med et lovfestet monopol. Vpslovens forutsetning er at VPS skal være selvfinansierende, jf. Ot.prp. nr. 83 (1984-85) side 4 og 30.

I Ot.prp. nr. 83 (1984-85) side 32 fremheves det at VPS normalt bør fastsette sine gebyrer selv. Gebyrene fastsettes av representantskapet, jf. vpsl. § 2-5 annet ledd litra c. Det er imidlertid lovens forutsetning at VPS ikke skal ha overskudd som mål.

VPS har ved fastsettelsen av gebyrenes størrelse lagt til grunn et utgangspunkt om at prisene på rettighetsregistreringen skal være ressursbaserte og at det dermed ikke skal genereres overskudd ved denne delen av registreringsvirksomheten.

Det er i tillegg lovfestet en hjemmel for Kongen til å gi nærmere regler om gebyrer som har sammenheng med bruken av VPS' tjenester, jf. vpsl. § 2-2 tredje ledd. Kompetansen er ved kgl.res. av 11. oktober 1985 nr. 1808 delegert til Finansdepartementet. Denne bestemmelsen kan bare benyttes dersom særlige grunner taler for det. Bestemmelsen ble tatt med av hensyn til at mindre investorer ikke skulle påføres kostnader gjennom gebyrfastsettelsen hos VPS eller kontoførerne som kunne føre til at slike investorer i praksis ble holdt utenfor verdipapirmarkedet, jf. Ot.prp. nr. 83 (1984-85) side 32 og Innst.O. nr. 101 (1984-85) side 18.

Det har blitt antatt at det ikke er adgang til å ta betalt for selve kontoholdet for små investorer. I lovens forarbeider, jf. Innst.O. nr. 101 (1984-85) side 18, ble det fremholdt at «siden en hovedårsak til opprettelsen av Verdipapirsentralen er å redusere kostnadene vil det være urimelig om det skulle bli dyrere for småinvestorer å erverve og eie verdipapirer». Finansdepartementet har senere uttalt at dette særlige vernet for små investorer bør omfatte investorer som har en samlet beholdning av registrerte finansielle instrumenter med en verdi på under 100 000 kr. Derimot vil det kunne tas betaling for registrering av f.eks. transaksjoner og fullmakter på disse kontiene. For å kompensere de kontoførerne som fører konti for småinvestorer for kostnader og arbeid med dette kontoholdet, mottar de en særskilt gjørelse. Denne dekkes gjennom kontoholdgjørelsen av utstederne.

6.2.4 Kontoførernes subsidiære ansvar for VPS' forpliktelser

Dersom VPS ikke selv kan dekke en kreditor, kan VPS kreve at kontoførerne dekker forpliktelsen, jf. vpsloven § 2-2 annet ledd. Kontoførerne har prinsipalt et pro rata ansvar, subsidiært et solidarisk ansvar. Fordelingsnøkkelen for det pro rata ansvaret fastsettes i VPS vedtekter. Vedtektenes § 10 sjuende ledd lyder:

«Mellom kontoførerne internt fordeles ansvaret etter foregående ledd proratarisk slik at halvparten av ansvarsbeløpet beregnes forholdsmessig etter det antall konti som ble ført gjennom den enkelte kontofører pr. 31 desember året før ansvar oppsto, og halvparten beregnes forholdsmessig etter ligningsverdien av inntestående fondsaktiviteter på disse konti pr. 31 desember året før ansvar oppsto.»

6.2.5 Beskatning

Arbeidsgruppen som utredet opprettelsen av en verdipapirsentral foreslo at sentralen skulle bli en skattefri institusjon for dermed å lette oppbyggingen av et grunnfond for dekning av et ev. ansvar. Finansdepartementet kom imidlertid til at VPS burde beskattes etter reglene om beskatning av aksjeselskap. VPS har imidlertid senere blitt fritatt for skatteplikt. Dette er lovfestet i skatte-loven av 26. mars 1999 nr. 14 § 2-30 første ledd litra j.

6.3 Verdipapirsentralen som rettighetsregister

6.3.1 Hovedtrekk

VPS er et rettighetsregister for finansielle instrumenter. De finansielle instrumentene finnes ikke i fysisk form, men er dematerialiserte, dvs. at de bare eksisterer som registreringer i VPS. Rettsvern til rettsstiftelser i de registrerte finansielle instrumentene oppnås ved at de aktuelle rettsstiftelsene registreres i VPS.

VPS yter tjenester til utstederne av de registrerte finansielle instrumentene og til investorene. De fleste tjenestene ytes via kontoførerne, ettersom VPS etter loven ikke kan ha direkte kontakt med investorene uten at dette følger av lov, forskrifter eller VPS' vedtekter, jf. vpsl. § 3-1 første ledd tredje pkt.

Investorer i finansielle instrumenter registrert i VPS må ha minst én vpskonto, jf. vpsl. § 4-1. Kontoen skal føres av en kontofører som tar oppdrag for investorer. En investor med flere konti kan benytte ulike kontoførere.

På investorkontiene registreres kontohavers beholdning av registrerte finansielle instrumenter. Dessuten kan det registreres begrensede rettigheter i de finansielle instrumentene, båndleggelser og fullmakter til å disponere over de finansielle instrumentene. Konkurs eller umyndiggjørelse skal registreres på vedkommendes konto.

Ved overførslar av finansielle instrumenter til en annen konto, eller ved stiftelse av begrensede rettigheter, vil rettsstiftelsene først meldes inn i en daglig journal, jf. vpsl. § 4-9. Deretter vil de registreres i selve rettighetsregisteret. Visse registreringer foretas umiddelbart, andre etter et visst tidsforløp, avhengig av hvilken type transaksjon det gjelder. Det endelige vernet i forhold til øvrige rettsstiftelser gis i utgangspunktet ved registreringen i rettighetsregisteret, jf. vpsl. § 5-1. En konkurs vil imidlertid få forrang fremfor en rettighet registrert samme dag, jf. vpsl. § 5-3 første pkt. Likeledes vil utleggs- og arrestforretninger gå foran andre rettsstiftelser innført samme dag, jf. vpsl. § 5-1 annet ledd annet pkt.

6.3.2 Rettighetsregistrering i praksis

Ettersom VPS ikke kan ha direkte kontakt med investorene foretas alle registreringene av kontoførerne. Den videre fremstillingen vil bare beskrive de viktigste varianter av registreringer.

6.3.2.1 Etablering av vpskonto

Når kontofører etablerer en vpskonto dannes denne direkte i vps-systemet. Kontoen kan dermed benyttes med en gang den er etablert.

6.3.2.2 Fullmaktsforhold

I utgangspunktet er det bare investors kontofører som kan registrere inn transaksjoner som belaster vedkommendes konto. Andre verdipapirforetak eller kontoførere kan imidlertid få fullmakt til å overdra finansielle instrumenter fra den aktuelle kontoen (handelsfullmakt) eller til å overdra nærmere angitte finansielle instrumenter fra kontoen ved handelstransaksjoner (frigivelse), jf. vpsl. § 4-3. Verdipapirforetak og andre kontoførere kan for øvrig ved en spørrefullmakt gis rett til å få opplysninger om vedkommende konto. Fullmaktene må registreres på investors konto av den som er kontofører for den aktuelle kontoen. Registreringen av fullmakter skjer umiddelbart etter innmelding.

Handelsfullmakten omfatter hele den kontoen den er knyttet til og gjelder på bestemt eller ubestemt tid. Den gir ikke adgang til å foreta andre transaksjoner enn overføringer (konto-til-konto-transaksjoner og handelstransaksjoner). En handelsfullmakt gir også adgang til å spørre om det er dekning på kontoen, og til å be om opplysninger om handler i daglig journal som den aktuelle kontofører/verdipapirforetak selv har innrapportert. Det kreves imidlertid spørrefullmakt for å få tilgang til alle opplysninger som er registrert på kontoen.

En frigivelse omfatter nærmere angitte finansielle instrumenter. Den kan enten være fast, dvs. at den kun er gyldig på handelens oppgjørsdato, eller den kan være variabel og dermed gyldig til en angitt dato.

Det kan for øvrig registreres inn vanlige fullmakter på kontoen. Disse vil følge vanlige fullmaktsregler, og vil i motsetning til de ovennevnte fullmaktstypene ikke gi adgang til å foreta registreringer direkte i registeret. Fullmektigen må således henvende seg til kontofører for å få foretatt transaksjoner.

6.3.2.3 Flyttinger av finansielle instrumenter mellom konti

Det er to måter for flytting av finansielle instrumenter mellom konti: ved konto-til-konto-transaksjoner og ved handelstransaksjoner. Handelstransaksjoner er nærmere beskrevet under pkt. 6.4.

Konto-til-konto-transaksjoner kan foretas mellom kontohavers egne konti, eller mellom konti tilhørende ulike kontohavere. Konto-til-konto-transaksjoner kan meldes inn av kontofører for den vpskontoen hvor de aktuelle finansielle instrumentene er registrerte, eller av noen med handelsfullmakt. Samme kveld som transaksjonen er innmeldt blir det kontrollert at de finansielle instrumentene er tilgjengelige på investorkontoen. Dette skjer etter at VPS' systemer er stengt for registreringer. Dersom denne dekningskontrollen viser at de finansielle instrumentene er til stede, vil overføringen foretas samme kveld. Det er en separat dekningskontroll for konto-til-konto-transaksjoner. Dekningskontrollen foretas umiddelbart etter det endelige oppgjøret av handelstransaksjonene som ble dekningskontrollerte dagen før, men før dekningskontrollen for handelstransaksjoner. Dermed blir de konto-til-konto-overførselene som er innmeldt samme dag tatt i betraktning ved dekningskontrollen for de handelstransaksjonene som skal gjøres opp dagen etter. Dette gir en viss mulighet for verdipapirforetakene til å skaffe dekning for handler som ellers vil falle. Den overførte beholdningen kan ved en konto-til-konto-transaksjon flyttes til en ny kjøpers konto allerede samme dag. Hvis videreflyttingen av denne beholdningen skjer ved en handelstransaksjon, kan oppgjør først skje neste dag.

Verdipapirfondsandeler og aksjer blir overført fra konti etter FIFO-prinsippet (først inn, først ut), jf. skatteloven av 26. mars 1999 nr. 14 § 10-36. Når en

AMS-beholdning flyttes, vil det fremgå av registeret om flyttingen skjer mellom kontohavers egne konti eller til en annen kontohaver. Ved en overføring mellom konti tilhørende ulike kontohavere, vil kontofører registrere inn bakgrunnen for transaksjonen (arv, skilsmisse etc.). Det vil dermed fremgå av registeret om det dreier seg om et eierskifte av den art at det skal beregnes et tillegg i skatten etter skatteloven § 16-11 sjuende ledd.

6.3.2.4 Etablering av begrensede rettigheter

Med «rettigheter» menes i vpssystemet frivillig pant, arrest og utlegg, konkurs og umyndiggjøring. Dessuten omfattes disposisjonsrett til en annens konto, og retten til å få tilsendt informasjon om en annens konto. Begrepet omfatter således ikke transaksjoner som innebærer overføringer av finansielle instrumenter. Disse rettighetstypene kan også benyttes til å sperre en konto uten å etablere en rettighet til fordel for noen. Dermed fratas kontohaver muligheten til å disponere over innestående (båndleggelse). Dette kan f.eks. være aktuelt ved avtaler om at de finansielle instrumentene bare kan selges etter en viss tid.

Bakgrunnen for det vide rettighetsbegrepet er at alle disse transaksjonene behandles på samme måte i vpssystemet. Rettighetene registreres på investorkonto med det samme de er innmeldt i daglig journal, alle endringer i rettighetene fremkommer øyeblikkelig, og sletting fjerner rettigheten umiddelbart. Innføringen i daglig journal og den etterfølgende registrering eller endring av rettigheten vil med andre ord skje tilnærmet simultant, slik at rettsvern oppnås med en gang.

Rettighetene må i dagens system omfatte hele beholdningen på kontoen. Dersom de bare skal omfatte visse nærmere fastsatte finansielle instrumenter, må disse instrumentene flyttes over på en egen konto. VPS er imidlertid i ferd med å tilrettelegge for at en rettighet kan omfatte bare enkelte av de finansielle instrumentene på en konto.

Ved alle transaksjonene, bortsett fra retten til å få tilsendt informasjon om en annens konto, kan kontofører sperre kontoen. Ved sperring kan det ikke fjernes finansielle instrumenter fra kontoen. Det kan imidlertid i panteavtalen avtales at kontoen ikke skal sperres. Dette kan kombineres med at investor forplikter seg til å la alle senere ervervede finansielle instrumenter gå inn på denne aktuelle kontoen (tingsinnbegrepspant). Utbetalinger kan gå til pantthaver i stedet for til eieren av de pantsatte finansielle instrumentene, avhengig av panteavtalen.

Panterettigheter kan frempantsettes. Frempantsettelsen registreres umiddelbart ved innføringen i daglig journal. Det kan ikke etableres rettigheter i andre typer begrensede rettigheter.

6.3.3 Andre tjenester til investorer

Investor og andre registrerte rettighetshavere har krav på melding hver gang det skjer en endring på kontoen, jf. vpsl. § 4-6. Endringsmeldingen skal vise de endringer som er foretatt i løpet av en dag og sendes med mindre annet er avtalt innen den tredje påfølgende virkedag, jf. registreringsforskriften § 5. Denne forskriften regulerer dessuten hvilke opplysninger endringsmeldingen skal inneholde i de tilfeller der det skjer beholdningsendring.

VPS sender hvert år ut beholdningsoversikter, jf. vpsl. § 4-7. Den sendes alle registrerte rettighetshavere på kontoen. Rettighetshaverne kan be om ytterligere beholdningsoversikter, og eventuelt oversikter som viser registr-

erte transaksjoner. Beholdningsoversikten skal etter registreringsforskriften § 6 vise beholdningen pr. 31. desember. Det følger videre av denne bestemmelsen hvilke opplysninger beholdningsoversikten skal inneholde. I praksis sendes beholdningsoversikten ut som årsoppgave, jf. ligningsl. § 6-17 tredje ledd. Oversikten vil derfor også inneholde de opplysninger som kreves etter ligningsloven med tilhørende forskrifter.

Det følger av vpsl. § 3-5 at store investorer kan hente opplysninger om egne konti direkte fra VPS. Det er VPS' styre som avgjør hvem som anses som store investorer i forhold til denne bestemmelsen. I et styrevedtak har det blitt bestemt at investorer hvis beholdning har en ligningsverdi som overstiger 100 000 kr. pr. 31. desember i det foregående året omfattes av bestemmelsen. VPS tilbyr disse investorene en såkalt storinvestorpakke som i tillegg til muligheten til å få opplysninger om egne konti gir dem mulighet til å få faste opplysninger om alle finansielle instrumenter registrert i VPS. I tillegg vil de få tilgang til statistikker direkte fra VPS. De kan også delta i bekreftelsesrutinen, dvs. at de kan kontrollere de opplysninger som er registrert om en handel og ev. gi klarsignal til gjennomføring av handelen.

6.3.4 Tjenester til utstederne

6.3.4.1 Generelt

VPS har en egen avdeling som yter tjenester til utstederne via deres representanter i vpssystemet, kontoførerne.

VPS er blant annet nasjonal tildeler av verdipapirnummer. Dette betyr at VPS utsteder ISIN (International Securities Identification Number) til alle norske finansielle instrumenter. Utenlandske finansielle instrumenter vil i hovedsak bli tildelt ISIN i hjemlandet.

Ethvert finansielt instrument blir også tildelt en CFI-kode (Classification of Financial Instruments). CFI er en kode på seks bokstaver som gir nærmere fastsatte opplysninger om det aktuelle instrument, f.eks. at det er en obligasjon med fast rente og med en løpetid på 5 år.

Det kan i hvert land bare være én nasjonal tildeler av ISIN for hver type finansielle instrumenter. Dersom det etableres andre verdipapirregistre vil de derfor måtte få tildelt ISIN til de finansielle instrumenter de utsteder fra den nasjonale tildeleren, som imidlertid har plikt til å utstede ISIN også til konkurrerende verdipapirregistre.

VPS er medlem av ANNA (Association of National Numbering Agencies). Dette er en medlemsorganisasjon bestående av ISIN-tildelere (verdipapirsentraler e.l.) fra 60 land. Organisasjonens formål er å samarbeide og sette standarder for verdipapirmarkedet slik at det blir en enkel identifisering av verdipapirer. Dette vil lette oppgjøret ved handel av verdipapirer på tvers av landegrensene.

6.3.4.2 Aksjeselskaper

VPS fører aksjeeierregisteret for allmennaksjeselskaper og registrerte aksjeselskaper, jf. asal. § 4-4 og asl. § 4-4. Det er således VPS som sender ut endringsmeldinger etter asal. § 4-9. Selskapene har mulighet til å kobles direkte mot VPS for å foreta forskjellige spørringer om det som har blitt registrert om selskapet, jf. vpsl. § 3-4. Herunder kan de ta ut eget aksjeeierregister. Denne tjenesten gir også tilgang til faste opplysninger registrert om de andre finansielle instrumentene som er utstedt via VPS.

VPS gjennomfører alle typer selskapshendelser. Disse gjennomføres på oppdrag fra kontofører utsteder, som igjen har fått bestilling fra utsteder. For aksjer og grunnfondsbevis foretas blant annet registrering av tegninger, tildelinger og innbetalinger via VPS. Dette gjelder emisjoner med og uten fortrinnsrett samt med og uten tillatt overtegning. Videre skjer registrering av aksepter via VPS ved oppkjøp, og VPS kan forestå utbetalingene. Disse kan eventuelt gjennomføres ved at det i akseptperioden på daglig basis overføres aksjer som er akseptert solgt til sperrede investorkonti (speilkonti). Innløsning av minoritets- og småaksjonærer, splitt, spleis, fisjon, fusjon, utbetaling knyttet til nedskrivning av aksjekapital og skifte av ISIN er ytterligere tjenester i produktspekteret. Aksjeselskaper tilbys egne rutiner for utbytteberegning og -utbetaling, inkl. kildeskattberegning. Dessuten kan VPS yte tjenester knyttet til den praktiske gjennomføringen av generalforsamlinger.

6.3.4.3 Verdipapirfond

VPS fører andelseierregisteret på vegne av forvaltningsselskaper for vpsregistrerte verdipapirfond, jf. vpfl. § 6-4 tredje ledd. Forvaltningsselskapene er kontoførere for utstederkontoen til de verdipapirfondene de forvalter. De kan således løpende hente ut andelseierregisteret.

Utstedelsen og innløsningen av andeler i vpsregistrerte verdipapirfond foretas via vpssystemet. Tilknyttede pengetransaksjoner kan ev. foretas av VPS (via BBS). VPS yter videre tjenester i tilknytning til såkalte spareavtaler. Investor inngår i disse tilfellene en avtale med forvaltningsselskapet om faste trekk fra sin bankkonto og tilhørende tegning av verdipapirfondsandeler. Rutinen er automatisert, og VPS genererer både trekk fra bankkonto og danner bestilling av fondsandeler når betaling er bekreftet. Dette skjer etter ytelse mot ytelse-prinsippet.

VPS yter dessuten tjenester knyttet til beregning og utbetaling av avkastning og utbytte på fondsandeler. VPS gjennomfører videre «selskapshendelser», slik som fusjoner og splitter etc. av verdipapirfondsandeler, og forestår provisjonsavregningen for forvaltningsselskapene.

Det er VPS som sender endringsmeldinger etter vpfl. §§ 6-3 og 6-4. Dessuten forestår VPS skatterapporteringen for verdipapirfondene, og sender herunder årsoppgaver og realisasjonoppgaver til investorer og registrerte rettighetshavere.

VPS har for øvrig etablert en internettjeneste for forvaltningsselskapene som de kan benytte etter nærmere avtale. Denne tjenesten gir investorene oversikt over faste opplysninger på konto, over egen beholdning av verdipapirfondsandeler hos det forvaltningsselskapet som tilbyr tjenesten, og over foretatte transaksjoner i disse fondsandelene. Investor kan dessuten tegne fondsandeler via internett. VPS er i ferd med å etablere tilsvarende løsninger for innløsning av fondsandeler. Videre har VPS utviklet datatekniske løsninger for back-office, og for tegning og innløsning ved salgsstedene.

6.3.4.4 Obligasjoner og sertifikater

For obligasjons- og sertifikatlån foretar kontofører utsteder selv registreringen på utstederkontoen av de faste opplysninger om lånet. I løpet av lånets løpetid gjennomføres blant annet renteberegning, uttrekning (avdrag), ev. put og call samt utbetalinger automatisk via vpssystemet. Lån som har en annen struktur enn den systemene er laget for, må behandles særskilt av VPS.

6.3.5 Tjenester som ytes til andre

VPS sitter med betydelig informasjon om verdipapirmarkedet. Denne kan ha stor betydning for utstedere, forvalter og verdipapirforetak, for gjennomføringen av offentlige kontroll- og tilsynsoppgaver og for statistiske formål.

VPS utarbeider således lister og rapporter for utstedere, forvaltere og verdipapirforetak. Disse brukes bl.a. i markedsføring, strategiutvikling og myndighetsrapportering.

VPS leverer statistikk til markedsaktører, presse, Norges Bank, Statistisk sentralbyrå, og andre interesserte.

VPS gir også en rekke opplysninger til myndighetene. Blant annet rapporterer VPS årlig inn den enkelte investors samlede beholdning av finansielle instrumenter pr. 31. desember, i tillegg til opplysninger om den årlige avkastning, jf. ligningsloven § 6-5. VPS gir i tillegg ligningsmyndighetene transaksjonsoppgaver, og realisasjonsoppgave for verdipapirfondsandeler, aksjer og AMS-grunnfondsbevis. Kredittilsynet har en direkte oppkobling mot VPS. I tillegg mottar Oslo Børs en lang rekke opplysninger fra VPS.

6.4 Verdipapirsentralens oppgjørsvirksomhet

6.4.1 Verdipapirsentralens oppgjørsfunksjon

Transaksjoner med finansielle instrumenter vil normalt bestå av en betaling (pengeoppgjøret) og en overføring av finansielle instrumenter (verdipapiroppgjøret).

Verdipapirregisteret kan sies å ha to funksjoner. Det har en statisk funksjon ved at det angir eiere og rettighetshavere til registrerte finansielle instrumenter, og det har en dynamisk funksjon så snart det initierer og bokfører en overføring av finansielle instrumenter.

Levering av finansielle instrumenter mot samtidig betaling skjer i verdipapiroppgjørssystemet (VPO) ved at det foretas et pengeoppgjør og et verdipapiroppgjør. VPS utfører verdipapiroppgjøret. Dette skjer ved elektronisk overføring av det finansielle instrumentet fra avhenders (selgers) konto til mottakers (kjøpers) konto. VPS foretar dessuten pengeavregning mellom de sentrale deltakerne, jf. pkt. 6.4.3.1. Pengeoppgjøret mellom deltakerne i VPO skjer i Norges Bank. VPS slutfører verdipapiroppgjøret når Norges Bank har akseptert pengeoppgjøret.

VPS' oppgjørsfunksjon kan dermed sies å bestå av to deler; avregningen i pengeoppgjøret og avregning og gjennomføring av verdipapiroppgjøret. Avregnings- og oppgjørsfunksjonen er ikke direkte regulert i gjeldende vpslov men er forutsatt i forarbeidene, jf. Ot.prp. nr. 83 (1984-85) side 39.

6.4.2 Oversikt over oppgjørsmåter

I VPS er det to hovedformer for overføringer av finansielle instrumenter fra en konto til en annen; konto-til-konto-transaksjoner og handelstransaksjoner.

6.4.2.1 Konto-til-konto-transaksjoner

Dersom handelen går utenom verdipapirforetak, vil partene avtale pengeoppgjøret seg imellom. Levering av de finansielle instrumentene skjer ved at selgende investors kontofører instrueres om å foreta en overførsel fra selgers

vpskonto til kjøpers vpskonto. Selgers kontofører melder en overførselstransaksjon (konto-til-konto transaksjon) til VPS. Dersom de finansielle instrumentene finnes på selgers vpskonto, gjennomføres overførselen ved bokføring på selgers og kjøpers konto samme kveld som transaksjonen er innmeldt til VPS. Slike transaksjoner gjennomføres uten at det skjer noen betaling i VPO. Et eventuelt vederlag betales til selger etter nærmere avtale mellom partene.

6.4.2.2 Handelstransaksjoner

Det er i realiteten to typer handelstransaksjoner: Den som representerer handler mellom verdipapirforetak og dets kunder og den som representerer handelen mellom to verdipapirforetak. Disse transaksjonstypene kan settes sammen i ulike kombinasjoner. Begge typer inngår i VPO, men det er kun handler mellom verdipapirforetakene som genererer et betalingsoppgjør i Norges Bank.

Handelstransaksjoner benyttes også der verdipapirforetaket selger eller kjøper fra egen beholdning (egenhandel), eller der handelen slutes mellom to kunder som begge representeres av verdipapirforetaket (internhandel). En viktig årsak til at handelstransaksjoner benyttes også i disse tilfeller, isteden for konto-til-konto-transaksjoner, er at ved handelstransaksjoner vil transaksjonene gå inn i verdipapirforetakets fondssystem. Det vil dermed automatisk bli dannet sluttsedler og det blir sendt melding til børsen om handelen, jf. vphl. § 9-4 første ledd første pkt. Dette skjer ikke ved konto-til-konto-transaksjoner.

Ved internhandel vil verdipapirforetaket som mellommann kunne koordinere partenes levering av ytelser slik at ingen av partene mottar oppgjør uten selv å ha levert.

6.4.3 Verdipapiroppgjørssystemet (VPO)

Nedenfor beskrives dagens oppgjørsmode. Deler av modellen er under endring, men enkelte endringer er avhengig av endringer i vpsloven. Dette gjelder først og fremst adgangen til å gjennomføre flere oppgjør om dagen.

6.4.3.1 En beskrivelse av dagens oppgjørsmode

VPO-systemet er et overføringssystem for finansielle instrumenter. Der handlene er sluttet mellom verdipapirforetak, vil overføringene bare skje mot tilhørende betaling. Overføringen av de finansielle instrumentene skjer ved registreringer på vpskonti.

Pengeoppgjøret gjennomføres på nettobasis i Norges Bank etter at VPS i løpet av kvelden før oppgjørsmode (på S-1) har beregnet den enkelte oppgjørsdeltakers nettoposisjon i oppgjøret (avregningen). Nettooppgjør fremkommer ved at to eller flere oppgjørsdeltakers fordringsforhold motregnes slik at den enkelte oppgjørsdeltaker får en nettoposisjon i oppgjøret. Ettersom det er flere oppgjørsdeltakere hvis posisjoner nettes (motregnes) mot hverandre har prosessen fått betegnelsen «multilateral nettoavregning».

Der to forskjellige oppgjørsdeltakere er involvert i handelen, gjennomføres som nevnt oppgjøret mellom oppgjørsdeltakerne gjennom VPO. Systemet kjennetegnes av et DvP-prinsipp (delivery vs. payment - levering mot betaling), som sikrer deltakerne med hensyn til levering av de respektives ytelser. Deltakerne i VPO-systemet er banker og Norsk Oppgjørssentral ASA (NOS). Dessuten er verdipapirforetak, norske og utenlandske, som deltar

direkte i verdipapirhandelen på Oslo Børs, oppgjørsdeltakere (jf. rundskriv fra Norges Bank nr. 7 25. august 1999).

Investorenes oppgjør skjer ikke nødvendigvis med samtidighet mht. utlevering av ytelser (DvP). Pengeoppgjøret på sluttkundenivå gjennomføres utenfor VPO mellom vedkommende verdipapirforetak og kunden. Imidlertid kan det sikres DvP også mellom investor og verdipapirforetaket ved at en bank, ev. et verdipapirforetak, på vegne av investor trer inn mellom verdipapirforetaket og investor for å sikre at investor ikke gir fra seg sin ytelse før vedkommende har fått motytelsen. Dette er en rutine som særlig benyttes av større investorer.

VPO-systemet er - på samme måte som dagens interbankoppgjør - basert på standardiserte avtaler. Oppgjørsdeltakeren må inngå en tilknytningsavtale med VPS, jf. vpsl. § 3-7 for å kunne bli kontofører, eller for i kraft av å være verdipapirforetak kunne foreta registreringer av kjøp og salg direkte i VPS i henhold til vpsl. § 3-2. Videre må oppgjørsdeltakeren inngå en såkalt «oppgjørsavtale» med Norges Bank. Det sentrale i oppgjørsavtalen er deltakerens plikt til å etablere oppgjørskonto, samt å regulere partenens plikt til å stille bunn- og tilleggsgaranti. Bunngarantien skal som hovedregel være gitt av en bank og skal ligge fast for å dekke vedkommende deltakers debetposisjon. Det stilles imidlertid ikke slike krav til verdipapirforetak som er bank og har såkalt «D-låns- adgang» i Norges Bank. Dette er en automatisk låneadgang i Norges Bank sikret gjennom pantsettelse av finansielle instrumenter.

6.4.3.2 Handels- og oppgjørssyklus i VPO-systemet (handelstransaksjoner)

VPO-systemet baserer seg på en normal handels- eller oppgjørsperiode på 4 dager for aksjer og obligasjoner (handelsdag + tre dager) og 3 dager for sertifikater (handelsdag + to dager). Under dette punktet vil det gis en noe nærmere beskrivelse av syklusen med utgangspunkt i oppgjørsdagen. Kaller en dagen avtalen blir gjort opp «dag S» (settlement day) vil aksje- og obligasjonshandler normalt være inngått på dag S-3. En har dog full anledning til å inngå avtale om lengre eller kortere oppgjørsperiode. VPS kan imidlertid ikke håndtere kortere oppgjørsperioder enn én dag.

Handelsdag (dag: S-3)

Handelstransaksjonen i VPO-systemet initieres typisk ved at en kjøper og selger inngår en avtale gjennom hvert sitt verdipapirforetak. Både kjøpers og selgers verdipapirforetak melder inn handelen (elektronisk melding) til VPS med bl.a. angivelse av oppgjørsgang. Det følger av vphl. § 9-6 at handelen skal registreres i VPS av begge verdipapirforetak samme dag som den er inngått. Det er ikke krav om at registreringen skal gjøres fortløpende dvs. etterhvert som handlene inngås. Det er i dag en utbredt praksis å oversende transaksjonen til VPS i «batches» en eller flere ganger om dagen. Ved innmeldingen i VPS innføres innmeldte transaksjoner fortløpende i daglig journal med dato og klokkeslett. Handlene blir liggende på daglig journal inntil avregningen starter på S-1.

Selve innmeldingen av handelstransaksjoner skjer ved at hvert av verdipapirforetakene involvert i handelen melder inn en såkalt megler/investor-transaksjon (MINV-transaksjon) mot sin oppdragsgiver. MINV-transaksjonen vil ved oppjøret tjene til å overføre de finansielle instrumentene mellom verdipa-

pirforetakets oppgjørskonto og investorens konto. Overføringen skjer uten at det via VPO-systemet foretas oppgjør på pengesiden.

Der handelen inngås med et annet verdipapirforetak, vil hvert av verdipapirforetakene dessuten melde inn en såkalt megler/meglertransaksjon (MEME-transaksjon) mot den andre oppgjørsdeltakeren. MEME-transaksjonene vil i oppgjøret tjene til å overføre de finansielle instrumentene fra oppgjørskontoen til det ene verdipapirforetaket, og til oppgjørskontoen til det andre verdipapirforetaket. Det vil ved oppgjøret av MEME-transaksjonen bli generert et betalingsoppdrag som vil inngå i pengeoppgjøret i Norges Bank på grunnlag av det innregistrerte handelsbeløpet.

De to MEME-transaksjonene må matches, dvs. at det kontrolleres at det er de samme opplysningene som har blitt registrert inn av begge verdipapirforetakene. Inntil handelen er matchet, kan partene ensidig slette en innmeldt handel. Etter matchingen kan avtalen imidlertid bare omgjøres - med virkning for oppgjøret - ved at begge parter melder inn en annullering av handelen. Dette kan gjøres inntil systemene stenges om kvelden på S-1.

Ved internhandel vil verdipapirforetaket melde inn en MINV-transaksjon mot hver av de to kundene. Dermed overføres de finansielle instrumentene ved oppgjøret fra selgende investors konto til verdipapirforetakets oppgjørskonto, og derfra til kjøpende investors konto.

Første og annen mellomliggende dag (dag: S-2 og S-1) før oppgjørsdagen

Disse dagene benyttes til korrigeringer som ikke ble gjort allerede på dag S-3. I visse tilfeller må de innmeldte handlene bekreftes av investor. Bekreftelsesrutinen er laget for storinvestorer som er direkte tilknyttet VPS etter vpsl. § 3-5. De kan velge om de ønsker å benytte seg av denne rutinen.

Kvelden på dag S-1

Alle handler som skal ha oppgjør på dag S «hentes ned» fra daglig journal og inngår i avregningen på kvelden på S-1, etter at systemet er stengt for nye registreringer (kl. 20:00). Det kontrolleres at det er dekning på selgende investors konto. Videre undersøkes at finansielle instrumenter på selgende investors konto er frigitt, ev. at selgende investors verdipapirforetak har handelsfullmakt, jf. vpsl. § 4-3. Innmeldte handler som mangler motpartens bekreftelse eller frigivelse, kolliderer med andre rettsstiftelser med bedre prioritet, eller som mangler dekning på selgende investor konto, avvises i systemet. Disse blir således ikke med i avregningen. Dette blir betegnet som at handelen «faller».

Etter at dekningskontrollen er gjennomført «låses» de finansielle instrumentene som det er dekning for (forutsatt at de ikke kolliderer med andre rettsstiftelser med bedre prioritet og at de oppfyller de øvrige forutsetningene) frem til endelig leveringsoppgjør/ kontooppdatering på kjøperens og selgerens verdipapirkonto om kvelden neste dag, dvs. dag S (kl. 20:00). «Låsingen» skjer på selgerens konto og innebærer at de aktuelle finansielle instrumentene blir individualiserte. De vil dessuten båndlegges slik at de ikke kan disponeres over før leveringen skjer på dag S. Etter at de finansielle instrumentene er «låst» kan partene ikke omgjøre handelen med virkning for oppgjøret påfølgende dag. På dette grunnlag kan man således hevde at partene på dette tidspunktet fratas «rådigheten» over de finansielle instrumentene.

Dersom en handel faller, men allikevel skal gjennomføres, måtte den tidligere meldes inn i systemet på nytt. VPS har imidlertid nylig tatt i bruk en såkalt forskyvningsrutine. Forskyvningsrutinen innebærer at de handlene som ikke kunne gjennomføres i et oppgjør blir liggende i systemet og prøves på nytt i de kommende oppgjør. Dette skjer i 10 dager etter at handelen skulle vært gjort opp. Dermed slipper verdipapirforetakene å melde inn handelen på nytt. Prioriteten blir dessuten beregnet på grunnlag av den opprinnelige innmeldingen i daglig journal.

Det kan nevnes at VPS har tatt i bruk en multilateral verdipapirlåneordning som et middel til å redusere antallet falte handler, ved siden av nye regler for prioritering av transaksjonene mellom oppgjørspartakerne (optimaliseringsmodellen).

På grunnlag av de «låste» handlene utarbeider VPS (automatisk) natt til dag S de nettoposisjoner (den multilaterale avregningen) som de enkelte oppgjørspartakerne vil ha i oppgjøret på dag S. Etter at dekningskontrollen er ferdig, sendes oppgjørspartakerenes nettoposisjoner over til Norges Bank. Noen deltakere vil ha en kredittposisjon og andre en debettposisjon, men i sum er oppgjøret et null sum oppgjør.

Kl. 15:00 på dag S-1 har den enkelte oppgjørspartaker en plikt til å påse at det er stilt tilstrekkelige garantier (bunngarantien + ev. tilleggsgarantier) overfor Norges Bank til å dekke deltakerens debettposisjon i pengeoppgjøret neste dag. Norges Bank har fastsatt regler om at dersom tilstrekkelige garantier ikke er på plass, påløper gebyrer. Gjentatte overskridelser (gule lys) gir krav om høyere bunngaranti. Ved tredjengangs overtredelse innen 12 måneder innrapporteres forholdet til Kredittilsynet.

Oppgjørsdagen (dag: S) - morgen Kl. 09:00

I løpet av natten har Norges Bank mottatt nevnte nettoposisjoner. Dersom tilstrekkelige garantier fra den enkelte deltaker (som dekker deltakerens debettposisjon) ikke er på plass kl. 09:00 går VPO i det som kalles en «gult lys» situasjon.

Kl. 10:30

Når pengedekningen er godkjent i Norges Bank foretas pengeoppgjøret av Norges Bank, herunder bokføring og overføring av betalinger mellom deltakerne, med endelig virkning¹.

Dersom det ikke foreligger tilstrekkelige garantier vil oppgjøret bli avvist av Norges Bank, og oppgjøret «sendes» tilbake til VPS. Denne situasjonen har fått betegnelsen «rødt lys». I en slik situasjon kan en omkjøring av oppgjøret bli aktuelt. Det har til nå ikke oppstått «rødt lys»-situasjoner.

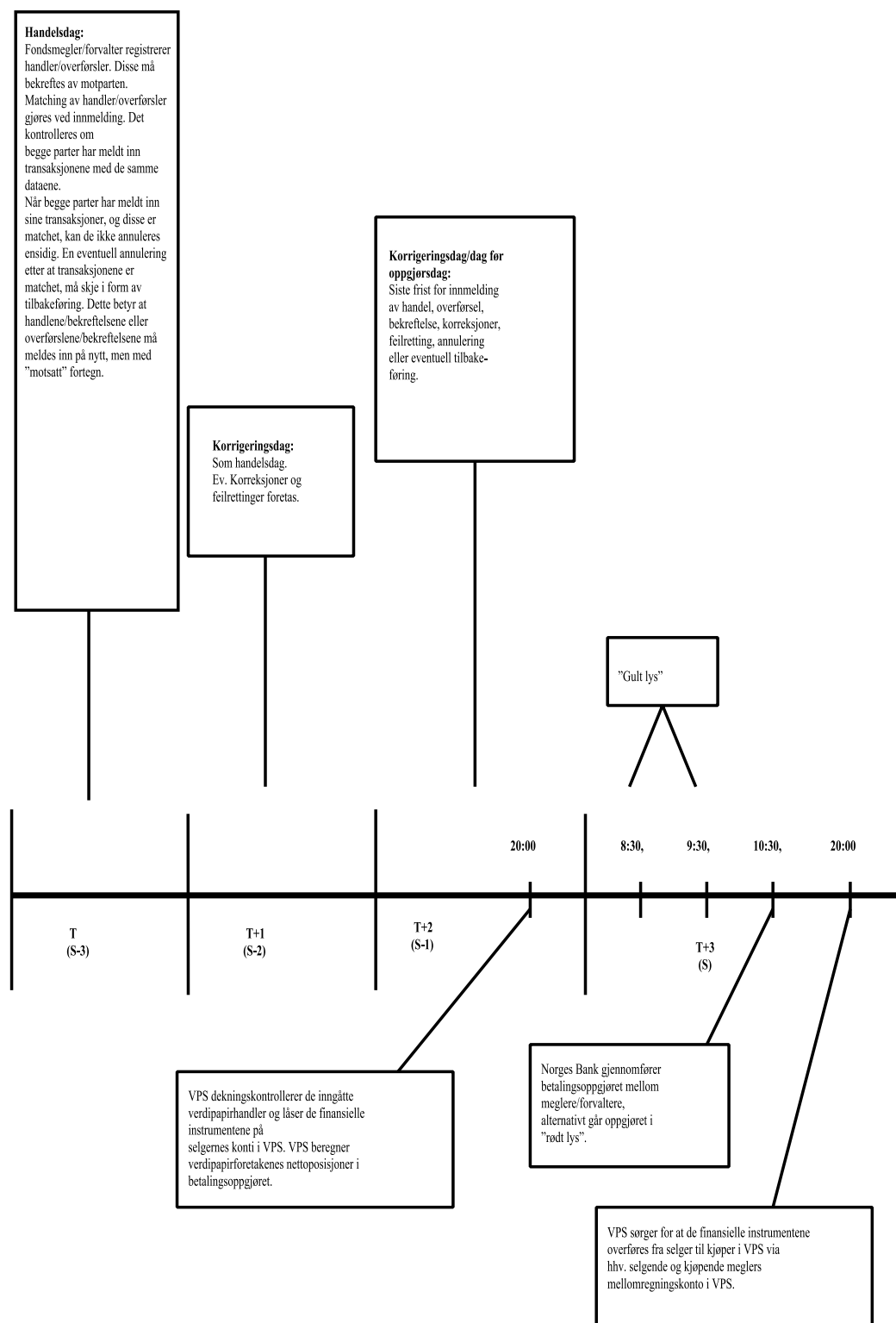
Kl. 20:00

De finansielle instrumentene overføres (bokføres) fra kjøper til selger i VPS-systemet. Rettighetene til de finansielle instrumenter eksisterer bare ved registreringer i VPS. Rutinene for overføringer innebærer således sletting av registreringer på en konto og nye registreringer på en annen konto.

1. Dvs. at handelen ikke kan reverseres som følge av for eksempel konkurs (finalitet).

Ved bruk av mellommenn i handelstransaksjonen utgjøres leveringssyklusen som tidligere nevnt av følgende elementer:

- Det handlede finansielle instrumentet registreres ut av selgers vpskonto og inn på selgende mellommanns klientkonto (MINV-transaksjon).
- Det handlede finansielle instrumentet registreres ut av selgende mellommanns klientkonto og inn på kjøpende mellommanns klientkonto (MEME-transaksjon).
- Det handlede finansielle instrumentet registreres ut av kjøpende mellommanns klientkonto og inn på kjøpers vpskonto (MINV-transaksjon).



Figur 6.1

Kapittel 7

Organisering av verdipapirregistre i andre land**7.1 Organisering**

Den vanlige internasjonale betegnelsen på verdipapirregistre er Central Securities Depository (CSD). Dette er en betegnelse som gjenspeiler den rolle som slike organisasjoner historisk har hatt, som et sentralt depot hvor fysiske verdipapirer ble oppbevart på vegne av eiere eller markedsaktører. Hovedhensikten har vært og er å kunne legge til rette for en effektiv omsetning av verdipapirene. CSD'ene har ofte forskjellige funksjoner i de forskjellige land:

1. Utsteder verdipapirregister (Issuer CSD): Et register hvor utstedte finansielle instrumenter er registrert, eventuelt med oversikter over eierne, vanligvis på samlekonti.
2. Investor verdipapirregister (Investor CSD): Et register hvor eierne, ev. forvalterne, av finansielle instrumenter er registrert, vanligvis på samlekonti.
3. Sluttinvestorregister (Beneficial owner registers), hvor de reelle eiere har sine innehav registrert. Dette er ofte registre som ligger i ulike foretak (banker, verdipapirforetak, verdipapirregistre, m.m.).
4. Oppgjørssystemer (Securities Settlement Systems): Avregningssystemer for overføring av finansielle instrumenter mot betaling. Oppgjørssystemene er ofte koblet mot sentralbankene.
5. Sentrale motparter (Central Counterpart Clearing House) garanterer for oppfyllelsen av levering av penger og papirer. Dette i motsetning til oppgjørssystemene hvor det er oppgjørsdeltagerne som er ansvarlig i forhold til hverandre. Sentrale motparter er i dag mest benyttet for derivater, men det er en utvikling mot slike systemer også for annenhåndsomsetning av andre typer finansielle instrumenter.

I Norge har VPS alle de ovennevnte funksjoner, med unntak av den sistnevnte, dvs. som sentral motpart. Denne oppgaven dekkes av NOS når det gjelder derivater. NOS har konsesjon til dette etter vphl. ([Link til](#)) kap. 6. Utenlandske investorer benytter seg ofte av forvalterregistrering, så VPS fører bare i begrenset grad registre over de utenlandske sluttinvestorene. Disse registrene ligger pga. forvalterregistrering vanligvis i ulike systemer i flere land.

Funksjonene som CSD er derfor ikke entydig og det er også ulik lovregulering av det som i Norge kalles et rettighetsregister, herunder for hvilket rettsvern som er knyttet til disse rettighetene. Det er to hovedformer for hvordan finansielle instrumenter utstedes. De kan være utstedt i form av fysiske dokumenter, eller som registreringer i et register (dematerialisert). I de land hvor de finansielle instrumentene er utstedt som fysiske dokumenter foregår omsetningen ofte ved at de immobiliseres og at rettighetene til dem knyttes til en elektronisk bokføring. Det er imidlertid ulik regulering av dette i forskjellige land.

Bank of International Settlement definerer et verdipapirregister (CSD) til å være «a facility for holding securities which enables securities transactions to be processed by book entry. Physical securities may be immobilized by the

depository or securities may be dematerialized (i.e., so that they exist only as electronic records)» (BIS 1993).

I det følgende er det gitt en oversikt over hvordan virksomhet som CSD organiseres i noen land som det kan være aktuelt å sammenlikne seg med.

7.1.1 Danmark

Værdipapircentralen (VP) er en CSD og oppgjørssystem for det danske verdipapirmarkedet. VP er regulert i lov om værdipapirhandel (lov nr. 1072 av 20. desember 1995). Denne åpner for at VP kan omdannes til et aksjeselskap. En slik omdannelsesprosess pågår for tiden (våren 2000).

I praksis er alle danske finansielle instrumenter som er listet på Københavns Fondsbørs dematerialiserte. Innehav for investorer er vanligvis ført på investorkonti i VP, men de kan også føres på samlekonti. Kontiene føres av en kontofører. Blant annet banker og verdipapirforetak kan være kontoførere. Innehavet til utenlandske investorer er ofte ført i VP i navnet til investorenes forvalterbank. Blant annet banker, verdipapirforetak, kredittforetak og andre CSD'er, kan bli medlemmer i oppgjørssystemet til VP.

7.1.2 Sverige

Det er bare en CSD i Sverige, VPC AB. VPCs rettslige monopol ble avskaffet 1. januar 1999 ved den nye kontoföringslagen (1479:1998). VPC har tillatelse fra Finansinspektionen etter kontoföringslagen. VPC AB er et privat aksjeselskap. Eiere er FöreningSparbanken, SEB, Svenska Handelsbanken og Nordbanken med en eierandel på 24,65 prosent hver. Andre verdipapirforetak eier til sammen 1,4 prosent av aksjene. OM gruppen har i en samarbeidsavtale med bankene en opsjon på å kjøpe 11 prosent.

Den vanligste måten å ha finansielle instrumenter på i Sverige, er i dematerialisert form på en individuell investorkonto i VPC. Innmelding av rettsstiftelser m.m. til registeret skjer gjennom en kontofører, som normalt er en bank eller verdipapirforetak. VPC kan selv bestemme om innmeldingen skal skje via kontofører eller på annen måte. Investorene kan også ha sitt innehav på en konto ført av en forvalter. VPC har i tillegg rollen som oppgjørssystem, men er ikke sentral motpart. Oppgjørsvirksomheten er regulert i lov om börs- og clearingvirksomhet.

7.1.3 Finland

Den finske CSD'en heter APK. APK er et privat aksjeselskap, heleiet av Helsinki Exchanges Group Ltd. Oy.

En investor som har dematerialiserte verdipapirer kan i stedet for å ha dem registrert på en konto i APK ha disse registrert hos «registeransvariga», som i realiteten fører underregistre til APK. Blant annet banker og verdipapirforetak kan være «registeransvariga». I tillegg føres det et investorregister i APK. Investorregisteret viser eierforholdene til utstedte finansielle instrumenter. De «registeransvariga» er ansvarlige for å oppdatere investorregisteret. APK oppdaterer daglig eieroversiktene til hvert enkelt aksjeselskap og utfører også tjenester i tilknytning til selskapshendelser. APK fører også investorregistre for andre typer finansielle instrumenter.

Forhold knyttet til registrering og handel med finansielle instrumenter i Finland er regulert i lag om värdeandelssystemet (826/1991), lag om värdeandelsskonton (827/1991), värdepappersmarknadslagen kapittel 4a (495/1989 (endret ved lov 321/1998)), lag om aktiebolag (734/1978) og lag om vissa villkor vid värdepappers- och valutahandel (588/1997).

7.1.4 Tyskland

Som en hovedregel er tyske finansielle instrumenter immobilisert og oppbevares i hvelv i sertifikatform. Banker er autorisert til å oppbevare finansielle instrumenter samlet eller for hver enkelt kunde, og har disse normalt innført i elektroniske registre. Bankene har samlekonti i Deutsche Börse Clearing AG (DBC) som fører utstederregister og investorregister på vegne av banker og verdipapirforetak, i tillegg til å være oppgjørssentral.

DBC har tillatelse fra German Banking Supervisory Authority til å drive virksomhet som «credit institution». Bruk av DBC er pliktig ved handler på børs, inkludert opsjoner og futures.

DBC har nylig fusjonert med Cedel International (Luxembourg) under navnet Clearstream International og eies nå 50 prosent av Deutsche Börse Group og 50 prosent av Cedel International.

7.1.5 Frankrike

Finansielle instrumenter utstedt i Frankrike er i hovedsak dematerialiserte. De kan registreres i godkjente registre som driver virksomhet som forvaltere eller liknende, eller av utsteder selv. Hovedmengden av finansielle instrumenter som omsettes er registrert på forvalterkonti i Sicovam SA. Sicovam har rolle som utstederregister, investorregister på vegne av banker og verdipapirforetak og oppgjørssystem.

Sicovam SA er et aksjeselskap. Vedtekter og interne regler skal godkjennes av Finansdepartementet. Sicovam er eiet av Banque de France, Bankforeningen (AFECEI) og SBF-Bourse de Paris.

7.1.6 Japan

Det er mange ulike varianter av utstedelse, oppbevaring og omsetning av finansielle instrumenter i Japan, men hovedregelen for de mest omsatte finansielle instrumenter er at det utstedes immobiliserte sertifikater og at forvaltere har samlekonti hos The Central Depository and Book Entry Transfer System of JASDEC. Eierskifter foregår enten ved fysisk levering av papirene eller ved registeroppdatering i JASDEC.

JASDEC er en non-profit organisasjon som er styrt av markedsaktørene; banker, verdipapirforetak, børsene, forsikringsselskaper etc. JASDEC er av Finansdepartementet og Justisdepartementet utpekt til å være den offisielle institusjon for «custody and transfer of securities» under 'Law Concerning Central Depository and Book Entry Delivery of Share Certificates and Other Securities'.

7.1.7 Nederland

Finansielle instrumenter i Nederland utstedes vanligvis som immobiliserte sertifikater. De føres i elektroniske registre i Netherlands Central Institute for Giral Securities Transfer BV, Necigef. Fysisk levering av verdipapirer kan gjøres hvis dette er eksplisitt avtalt.

Necigef er oppgjørssystem og verdipapirregister. Necigef er et heleiet daterselskap av AEX Clearing & Depository og driver virksomhet i henhold til «the Securities Giro Transfer Act» under tilsyn av Finansdepartementet. Necigefs brukere er banker og verdipapirforetak som er registrert som «credit institutions» under the Act on the Supervision of Credit Institutions 1992.

Motpartsoppgjør (clearing) av handler fra AEX-Effectenbeurs foretas av et søsterselskap, AEX-Effectenclearing, mens clearing av derivater gjøres i AEX-

Optieclearing. Alle er heleiet av AEX Clearing & Depository NV, som igjen eies av holdingselskapet Amsterdam Exchanges NV.

7.1.8 Sveits

Finansielle instrumenter i Sveits er hovedsakelig utstedt som fysiske dokumenter men lagres ofte som immobiliserte sertifikater i en forvalterbank eller i SEGAINTERSETTLE AG (SIS). Mange sveitsiske banker har alle eller en stor andel av sine kunders finansielle instrumenter i SIS. Immobiliseringen i et kollektivt depot har redusert behovet for fysisk levering/flytting av papirer og gjort overføringer enklere.

SIS er en sveitsisk CSD som er et heleiet datterselskap av Swiss Financial Services Group AG. Aksjonærene i Swiss Financial Services Group AG er ca. 160 lokale og utenlandske finansinstitusjoner som er lokalisert i Sveits. Banker, verdipapirforetak og andre finansinstitusjoner kan være brukere av SIS.

SIS er en del av en integrert infrastruktur for finansmarkedet i Sveits sammen med the Swiss Exchange SWX og the Swiss National Bank's money transfer systems SIC (Swiss Interbank Clearing).

7.1.9 Storbritannia og Irland

CREST er CSD for Storbritannia og Irland. Tidligere lå depot/registreringsfunksjonene og oppgjørfunksjonene for British Government bonds - kjent som 'gilts' og pengemarkedsinstrumenter til andre institusjoner, men dette er nå samlet i CREST. CREST tilbyr alle tjenester som vanligvis utføres av en CSD, men er ikke en CSD i tradisjonell forstand. CREST er mer et oppgjørssystem, hvor også beholdningene er registrert på deltagerens navn, og ikke kun som samlekonti. Aksjeeierregistrene føres enten av selskapene selv eller på deres vegne av «registrars».

CREST drives av CRESTCo, som er etablert som en institusjon for levering av infrastruktur tjenester for finansmarkedet. Alle deltagere i CREST kan kjøpe aksjer i CRESTCo. Eventuelt overskudd fra driften benyttes til å sette ned prisene. Nåværende aksjonærer består av deltagere fra finansmarkedet som banker, verdipapirforetak, «registrars» og andre finansinstitusjoner.

Det er ingen begrensninger på hvem som kan være medlem av CREST. Banker, verdipapirforetak, forvaltere, investeringsselskaper og privatpersoner er i dag medlemmer.

7.1.10 USA

I USA finnes finansielle instrumenter både i dematerialisert og i immobilisert form. Finansielle instrumenter kan registreres i elektronisk form i en CSD. Dette gjøres hovedsakelig i The Depository Trust Company (DTC). Når et finansielt instrument omsettes, avtaler kjøper og selger om papirene skal leveres i fysisk form eller som overføring mellomonti.

DTC er et selskap som er organisert ifølge the New York Banking Law. Det er en «banking organisation» som definert i loven, et medlem av the Federal Reserve System og en «clearing corporation» som definert i the New York Uniform Commercial Code mv. DTC har fusjonert med the National Securities Clearing Corporation (NSCC), og det samlede selskapet har ansvaret for depot, registrering og oppgjørstjenester for verdipapirmarkedet i USA. Det samlede selskapet opererer nå under navnet The Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC).

7.2 Konkurransforhold ²

7.2.1 Utviklingstrekk i internasjonal verdipapirhandel

Den globale økonomien og de internasjonale kapitalmarkedene integreres i en økende takt. Mer krevende investorer, hurtig teknologisk utvikling, og reduserte lovmessige hindringer fremmer hurtig vekst i investeringer og kapitalflyt over landegrensene. Denne utviklingen er forsterket gjennom innføringen av EMU. Aktørene i verdipapirmarkedene må tilpasse seg nye markedsområder, økt internasjonal konkurranse og økte krav til kvalitet og effektivitet på tjenestene.

Disse endringene vil kunne få betydelig innvirkning for børser, verdipapirsentraler og andre markedsaktører. Etterhvert som strukturen i markedet endrer seg mot større internasjonale markedsdeltagere, vil den nåværende ineffektivitet ved handel og oppgjør over landegrensene reduseres gjennom standardisering, sentraliserte systemer og nettverksbygging. Det kan bli et økende behov for investeringer i IT og i utvikling av forretningsorienterte tjenester i oppgjørsmarkedet. Små eller ineffektive aktører med lite utviklede tjenester vil kunne få problemer med å overleve i et fremtidig konkurranseutsatt marked.

Selv om Norge har en god lokal infrastruktur i verdipapirmarkedet, vil nåværende aktører være utsatt i den endringsprosess som skjer i det internasjonale markedet.

De viktigste endringene må antas å omfatte følgende områder:

- De europeiske kapitalmarkedene integreres hurtig.
- Dette vil medføre en konsolidering av det europeiske markedet for oppgjørstjenester
- Konsolideringen vil skje gradvis og vil sannsynligvis medføre en nærmere knytning mellom nasjonale verdipapirsentraler som driver lokale oppgjørstjenester og internasjonale oppgjørssentraler. Vi vil nok også se en utvikling mot at nasjonale verdipapirsentraler vil søke å styrke sin konkurransedyktighet gjennom fusjoner/allianser med sentraler i andre land.
- Nettverkseffektene i forbindelse med et økende bruk av internett for finansielle tjenester vil medføre økt konkurranse lokalt og globalt.

7.2.2 Særlig om de europeiske kapitalmarkedene

Det europeiske markedet for handel og oppgjørstjenester har tradisjonelt vært nasjonalt. Grenseoverskridende transaksjoner har vært relativt få, og har krevet betydelige ressurser. Ulik lovgivning og markedspraksis har medført at det har vært nødvendig med spesialkompetanse og mange manuelle operasjoner for å gjennomføre en handel over landegrensene. De store markedsaktørene ser nå ut til å arbeide for å fjerne nasjonale hindringer og å skape mer effektive tjenester for det internasjonale kapitalmarkedet.

En bedring av effektiviteten i handel og oppgjør over landegrensene vil antakelig drives frem av globaliseringen i økonomien bl.a. som følge av at

2. Kilder: Thomas Murray CSD Guide 1999. Marrku Malkamäki - Jukka Topi, Strategic Challenges for Exchanges and Securities Settlement (Bank of Finland Discussion Paper 21/1999). ISSA Handbook 1999. McKinsey & Co, S4 rapporten.

- investorene blir mer globale og mer krevende. De store investorene blir større både i volum og i antall markeder de investerer i og fra.
- ny teknologi muliggjør ny og forbedret funksjonalitet hva angår kapitalflyten over landegrensene.
- dereguleringen og harmoniseringen av lovgivningen (f.eks. Investeringsstjenestedirektivet) åpner opp tidligere beskyttede markeder, som igjen åpner for økt konkurranse.
- effekten av internett vil bidra til at konkurransen øker gjennom et økt tilbud av tjenester og økt informasjon om priser og betingelser.

Euroen må forventes å akselerere denne utviklingen i Europa. Den kan medføre en omfattende rebalansering av porteføljene fra nasjonale investeringer til investeringer i Eurosonen. En slik utvikling vil normalt starte blant de institusjonelle investorene og sannsynligvis fortsette i personmarkedet.

7.2.3 Utviklingstrekk for handel- og oppgjørssystemer

Meglerforetakene ekspanderer regionalt/internasjonalt i økende tempo. Denne utviklingen antas å fortsette, drevet av EMU og behovet for kostnadseffektivitet og internasjonal tilstedeværelse. De største internasjonale investeringsbankene må forventes bli enda mer dominerende i fremtiden. Denne utviklingen skjer også i Norge hvor flere banker og meglere blir en del av et bredere europeisk marked.

Forvalterne ser ut til å bli færre og større. De fem største Global Custodians har allerede i dag en markedsandel på over femti prosent for forvaltning av grenseoverskridende porteføljer. Teknologisk utvikling og investorenes behov vil fremme utviklingen av automatiske transaksjonssystemer til lav pris for handel over landegrensene.

Børsene er i ferd med å integreres over landegrensene. Oslo Børs er i ferd med å gå inn i den nordiske børsalliansen Norex som kan medføre en nordisk sentralisering av handel og oppgjørstjenester. En rekke andre initiativ er annonsert, London-Frankfurt alliansen sammen med 8 børsgruppen er eksempler på utviklingen, selv om vi nok ikke ennå har sett hvordan strukturen vil være om noen år. Sist ut er Jiway, et selskap eiet av OM og Morgan Stanley Dean Witter som har til hensikt å bli en ny markeds plass som skal gi enkel tilgang til 6,000 amerikanske og europeiske aksjer med integrerte systemer for handel og oppgjør.

7.2.4 Utviklingstrekk for oppgjørssystemer

Antallet verdipapirsentraler (Central Securities Depository, CSD) har økt kraftig i løpet av det siste tiår. I 1980 var det 13 CSD'er i verden, i 1990 var det 28 og i 1999 er det etablert 102 CSD'er. Veksten har vært særlig stor etter at «the Group of Thirty» i 1989 anbefalte at det burde etableres en CSD i hvert av de nasjonale verdipapirmarkedene. Hovedhensikten med denne anbefalingen var å øke effektiviteten i de lokale verdipapirmarkedene ved å forenkle transaksjonsprosessen ved elektronisk bokføring.

Infrastrukturen for oppgjørssystemer har tradisjonelt vært mest integrert i USA. Det siste steg i denne konsolideringsprosessen var integrasjonen mellom Depository Trust Company (DTC) og National Securities Clearing Corporation (NSCC) under et felles holding selskap Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC). Til sammen vil dette selskapet gjennomføre oppgjør og ha depot for praktisk talt alle verdipapirtransaksjoner i USA markedet.

Nylig er det lansert tre initiativ for å integrere oppgjørstrukturen i Europa. The European Central Security Depository Association (ECSDA) har

lagt fram en modell for å integrere oppgjørsstrukturen gjennom bilaterale linker mellom nasjonale oppgjørs- og registersystemer.

ECSDA er en ikke-kommersiell gruppe bestående av nasjonale verdipapirregistre (CSD'er) fra land som har betydelige verdipapirmarkeder i Europa. Nåværende medlemmer er fra EU landene pluss Sveits og Norge. ECSDA ble etablert i 1998 og har så langt arbeidet for å legge til rette for sikkert og effektivt oppgjør av verdipapirer over landegrensene. I det siste er også internasjonale CSD'er tatt opp som medlem, senest Clearstream International i februar 2000. Euroclear blir sannsynligvis medlem i april 2000. ECSDA har på den korte tiden nådd sine mål om å utarbeide en modell for grenseoverskridende verdipapiroppgjør. ECSDA Eurolink modellen innebærer byggingen av gjensidige oppgjørslinker mellom nasjonale CSD'er.

Så langt har de linker som er etablert mellom europeiske CSD'er vært «free of payment», dvs. at de kun dekker flyttingen av verdipapirer mellom de involverte CSD'er og ikke betalingssiden. ECSDA har imidlertid utarbeidet modeller og standarder også for «delivery-versus-payment» (DVP) linker som kan være en aktuell oppgjørsløsning for grensekryssende transaksjoner.

Den europeiske sentralbanken benytter et pan-europeisk betalingssystem, TARGET, som gjør det mulig å gjennomføre betalinger i euro i sanntid mellom sentralbankene i EU landene. Parallelt med utviklingen av TARGET har det vært en utvikling av andre europeiske betalingssystemer for å lette grensekryssende handel og oppgjør med verdipapirer.

Antallet linker mellom europeiske CSD'er har økt kontinuerlig. Innen ECSDA har det vært en utvikling fra en teoretisk modell hvor alle skulle være linket opp til hverandre, mot en mer praktisk gjennomføring, hvor det etableres linker til de CSD'ene hvor det er et forretningsmessig grunnlag for å gjøre dette. I praksis vil dette bety at oppgjørslinker vil bli en kombinasjon av direkte linker mellom CSD'er og indirekte løsninger hvor CSD'er kan være tilknyttet gjennom en eller flere større oppgjørssentraler.

Euroclear, den største internasjonale CSD i Europa, annonserte sin støtte for en modell for pan-europeisk verdipapiroppgjør som de kalte «Hub and Spokes». Euroclear modellen innebærer en europeisk infrastruktur for verdipapiroppgjør som er basert på én sentral oppgjørsenhet som har forbindelser (linker) til de lokale CSD'er, slik at markedsdeltagerne har en inngangsport til oppgjørsinfrastrukturen. Så langt er det kun SICOWAM i Frankrike av de nasjonale CSD'ene som har besluttet å inngå et samarbeide med Euroclear.

I forhold til ECSDA modellen, vil Euroclears tilnærming innebære et begrenset antall linker mellom CSD'er. Hver nasjonal CSD vil kunne klare seg med å etablere én bilateral DVP link med det sentrale systemet. I tillegg til å behandle globale verdipapirer vil Euroclear tilby kundene å være et sentralt tilnytningspunkt for kundene for oppgjør av lokale verdipapirer. Euroclear vil også tilby tilknytning til ikke-europeiske markeder. I følge deres modell vil de lokale CSD'er (spokes) gjennomføre oppgjør for de lokale markeder. Dessuten vil de lokale CSD'er ha rollen som utstederregister for verdipapirer som utstedes i de nasjonale markedene og holde oversikt over innehav av de lokale verdipapirene på vegne av hele nettverket. Selv om Euroclear modellen innebærer at de nasjonale CSD'er fremdeles har en viktig rolle, er det klar vekt på at den sentrale funksjonen vil være avgjørende i infrastrukturen.

Omtrent samtidig som Euroclears modell ble lansert, annonserte Cedel International og Deutsche Börse Clearing (den tyske CSD), planer for å fusjonere sine virksomheter. Det langsiktige målet for det nye Cedel International ble angitt å være et konsolidert oppgjørssystem for det europeiske markedet,

«a European Clearing House» etter mønster av DTCC i USA. I Februar 2000 ble det nye selskapet døpt om til Clearstream International. Nasjonale CSD'er er blitt invitert til delta i integrasjonsprosessen rundt Clearstream Intl. gjennom å etablere elektroniske oppgjørslinker, gjennom å sette ut virksomheten til dem eller ved å fusjonere med Clearstream Intl. Selv om Clearstream åpner for et stegvis samarbeide, tar de sikte på en full konsolidering av oppgjørstrukturen i Europa.

Alle de tre modellene for en integrert europeiske oppgjørstruktur tar utgangspunkt i den eksisterende infrastruktur, men skiller seg klart fra hverandre i den forventede effekt for strukturen for CSD'ene, både funksjonelt og organisasjonsmessig. ECSDA modellen vil opprettholde en nasjonal infrastruktur for verdipapiroppgjør for de markeder hvor det er behov for dette, Euroclear modellen opprettholder noen oppgaver til nasjonale CSD'er, men gir sentral status til én, mens Clearstream tar sikte på at konsolideringen skal skje innenfor ett foretak. I praksis har de internasjonale CSD'en (ICSD) Europa, Euroclear og Cedel International, gjennom lang tid vært de sentrale oppgjørssystemer i Europa for obligasjonsmarkedet.

På kort sikt er det sannsynligvis ikke stor forskjell i de tre modellene. Alle har som siktemål å løse de generelle utfordringer knyttet til enklere og billigere oppgjør over landegrensene, og alle vil innebære en gradvis sentralisering mot ett eller flere pan-europeiske/globale systemer. Hovedforskjellen ligger på hva slags innfallsvinkel en har til denne utviklingen; skal det etableres «one single system» gjennom en serie av fusjoner eller «one single prosess» gjennom å etablere forpliktende nettverk mellom aktørene.

Markedsmodellen for alliansen av europeiske børser (8 børsergruppen) legger opp til at hver børs skal være i stand til å ta i bruk et system basert på et konsept med sentral motpart som skal gi anonymitet for de investorene som er involvert i en handel med senere oppgjør. Dette vil være en utfordring for de nasjonale børser og CSD'ene som vil måtte forholde seg til dette enten gjennom å samarbeide eller å konkurrere med børsene om dette. For eksempel har Crest i UK sammen med London Clearing House planer om å etablere slik funksjoner for alle handler som blir gjennomført på London Stock Exchange.

Selv om det er muligheter for å oppnå større grad av stordriftsfordeler gjennom integrasjon mellom CSD'er det sannsynlig at det vil være flere sentraler (hubs) i Europa gjennom de neste årene og at mange av de nasjonale CSD'ene vil være intakte. Det vil sannsynligvis ikke være mulig å gjennomføre en drastisk endring av nåværende infrastruktur på kort sikt, både pga. av nasjonale/lokale hensyn og på grunn av investeringene i etablerte systemer. Derfor må det kunne forventes at oppgjørstrukturen fremdeles vil være fragmentert i Europa gjennom de nærmeste år.

7.2.5 Nettverkseffekter og stordriftsfordeler

Den teknologiske utvikling har i stor grad bidratt til strukturelle endringer i verdipapirmarkedene gjennom de siste tiår. Teknologien har gitt et viktig grunnlag for bruk av moderne handels- og oppgjørssystemer i verdipapirmarkedet. Elektroniske handelssystemer har i stor grad erstattet «børsgulvet» og kontobaserte oppgjørs- og registreringssystemer har erstattet aksjebrev og obligasjoner i papirform. Denne dematerialiseringen har vært et viktig bidrag til å effektivisere oppgjørssystemene verden over.

Neste steg i denne utviklingen vil sannsynligvis gå mot en konsolidering av det internasjonale marked for handels- og oppgjørstjenester. Det vil være behov for å bygge opp komplekse oppgjørssystemer for flere markeder, sam-

tidig som det vil være et press for å oppnå lavere transaksjonskostnader, redusert risiko og bedre likviditet. Det vil være viktig å ha volumer til å dekke store investeringer og til å oppnå nettverkseffekter i form av høy likviditet. Det er grunn til å anta at stordriftsfordeler vil være et viktig konkurranseparameter for sentrale oppgjørssystemer og at utviklingen vil bevege seg mot noen få store oppgjørssystemer i Europa.

7.2.6 Effekten av euro

Med introduksjonen av euro som en felles valuta i Europa har strukturen i verdipapirmarkedet endret seg fundamentalt. Den felles valutaen har en direkte påvirkning på noen markedssegmenter ved at valutarisikoen blir eliminert innenfor euroområdet. Med introduksjonen av euro må det forventes at det europeiske verdipapirmarkedet vil få økt global betydning, både gjennom størrelse og som et integrert marked.

7.2.7 Faktorer som motvirker sentralisering

Selv om det er sterke drivkrefter i retning av en global integrasjon og grensekryssende handel i verdipapirmarkedene, er det andre faktorer som gjør at denne utviklingen vil kunne ta tid. Til tross for deregulering og bruk av ny teknologi er det fremdeles kostnader og praktiske hindringer for å knytte seg opp mot et marked i form av kunnskap om lokal regulering, markedspraksis, språk m.m. En annen viktig faktor er knyttet til lokalisering av informasjon. Informasjon kan i utgangspunktet enkelt overføres gjennom elektroniske nettverk. Kompleks informasjon kan imidlertid misforståes gjennom nettverksspredning og det vil kunne være et behov for person til person kontakt.

Ved siden av praktiske problemer, må det nevnes at nasjonale holdninger er en faktor som har en tydelig påvirkning på beslutninger om markedsstrukturen. Nasjonale børser har særlig vært sett på som symboler for nasjonal identitet og bevisene har tradisjonelt støttet et ønske om å beholde en nasjonal infrastruktur. Dette gjelder også annen infrastruktur som oppgjørssystemer, selv om det her ofte er andre faktorer som innsyn, skatterapportering m.m. som har betydning.

Endringene i strukturen i det europeiske verdipapirmarkedet er også blitt forsinket ved mangelen på alternativer til de nåværende markedsplasser. Det har så langt vært en begrenset fremdrift i de europeiske børsenes planer om å etablere et felles marked for store europeiske selskaper. For små og mellomstore selskaper ser det ut til at det i lang tid fremover kun vil være aktuelt med notering og handel via nasjonale markedsplasser. Det er imidlertid tatt flere initiativ til å etablere en slik felles markedsplass. Som nevnt er Jiway et av disse initiativ som etter planene skal lanseres høsten 2000.

7.2.8 Effekten av Internett og nye måter å handle verdipapirer

Undersøkelser viser at mellom 30 og 40 prosent av alle verdipapirtransaksjoner i USA (1999) blir kanalisert gjennom Internett og at 15 prosent av alle aksjetransaksjoner i USA blir gjennomført online. I Norge finnes det ikke sikre tall på aksjehandel over internett, men mye tyder på at denne i februar 2000 ligger på over 20 prosent av antall transaksjoner totalt.

Internettmeglerne har et potensiale til å kople seg opp mot det globale markedet, uavhengig av hva børsene gjør. Dette vil kunne øke konkurransen mellom børser og meglere. På den annen side, hvis børsene åpner for direkte tilgang for investorene, kan meglerapparatet miste mye av sin betydning. Dette stiller nye krav til oppgjørsapparatet. Det er grunn til å anta at det vil

stilles økte krav til oppgjør av papirer og penger i realtid, over landegrensene og i flere valutaer.

7.2.9 Organisering av børser og verdipapirregistre

Det er gjort undersøkelser som viser at børser som har vært bruker- eller medlemsstyrt tradisjonelt har vært tilbakeholdene med å gjennomføre endringer som har påvirket deres egen virksomhet. I den siste tiden har mange medlemstyrte organisasjoner skilt mellom eierskap og medlemskap og er omdannet til aksjeselskaper. Følgende børser og delvis oppgjørssentraler har fått ny styringsstruktur i løpet av de siste 7 år: Stockholm, Helsinki, København, Amsterdam, Italia, Australia, Hong Kong, Singapore, LIFFE (London International Financial Future and Options Exchange), CBoT (Chicago Board of Trade), Toronto Stock Exchange, New York Stock Exchange (NYSE) og London Stock Exchange (LSE) vurderer for tiden denne muligheten og kan følge etter snart. I tillegg har Euroclear og Clearstream International (tidligere Cedel og Deutsche Börse Clearing) gjort endringer i sin eierstruktur for å være bedre tilpasset en endret konkurransesituasjon.

I noen land har børser og oppgjørssentraler fusjonert. Tyskland, Nederland, Finland, Belgia, Frankrike (felles eiere) og Hellas er eksempler på dette. I de nye markeder hvor børser og oppgjørssentraler er nylig opprettet, er disse virksomheter alle organisert som en del av samme selskapsstruktur. Motivasjonen for å sentralisere infrastrukturen er å øke graden av automatisering gjennom hele verdikjeden. På den annen side, DTCC i USA gjennomfører avregning og oppgjør for alle betydelige markedsplasser i USA.

7.2.10 Konkurransesituasjonen i Norge for verdipapirregistre

Den økte konkurransen vil medføre en endret situasjon for verdipapirregistrene. Behovet for nasjonale registre for skatterapportering og innsyn fra myndighetene vil fremdeles være tilstede, men effekten av disse registerene vil bli mindre etterhvert som investorene handler mer over landegrensene slik at andelen av investeringer i verdipapirer i hjemlandets papirer blir mindre. Denne utviklingen har skjedd for de institusjonelle investorene som har store deler av sine porteføljer i utenlandske papirer og øker i omfang også for private investorer. Meglere, banker og fondsforvaltere tilbyr i økende grad utenlandske produkter til sine kunder. Det er grunn til å tro at økt internetthandel med verdipapirer vil forsterke denne tendensen.

Det antas at det også i fremtiden vil være behov for lokale register- og oppgjørstjenester for norske selskaper og for norske investorer. Tilbyderne av lokale register- og oppgjørstjenester bør ha servicetjenester av høy kvalitet som er tilpasset de lokale behov. Det kan være en viktig fremgangsfaktor for et norsk verdipapirregister å utvikle lokale tjenester for investorer og utstedere ved bygge allianser med tilbydere av finansielle tjenester og å forenkle oppgjørstjenestene for kundene ved å bygge oppgjørslinker til regionale (nordiske) eller internasjonale oppgjørssentraler.

I tillegg til en integrasjon mellom de ulike deler av verdikjeden i markedet, vil det være en aktuell problemstilling å samarbeide med andre verdipapirregistre. Oslo Børs har nå inngått en avtale om å delta i det nordiske børssamarbeidet, NOREX. Det vil bety at oppgjørssystemene i Norden bør effektiviseres i takt med et forventet økende antall handler over landegrensene. Dette kan gjøres ved å bygge oppgjørslinker mellom CSD'ene eller ved å etablere et sentralisert oppgjørssystem, eller en kombinasjon av dette. Etableringen av et felles oppgjørssystem for Skandinavia (S4) er tidligere utredet, men ble

besluttet ikke gjennomført. Andre løsninger kan imidlertid være aktuelle for å etablere et nordisk oppgjørssystem.

Kapittel 8

Hovedhensyn ved regulering av verdipapirregistre

Av *utvalgets* mandat fremgår det at «utvalget skal vurdere endringer i verdipapirsentralloven utfra hensynet til et sikkert, effektivt og velfungerende verdipapirmarked, <...>». Disse hensynene kan sies å utgjøre «hovedhensyn» ved reguleringen av verdipapirregistreringsvirksomhet. *Utvalget* vil i dette kapitlet gi en noe mer utfyllende beskrivelse av hvilke hensyn som ligger bak *utvalgets* forslag til lov om verdipapirregistre. Beskrivelsen er ikke ment å være uttømmende, idet andre hensyn vil være av betydning. Det vil heller ikke kunne gis en fullstendig og nøyaktig beskrivelse av hva de enkelte hensyn går ut på, og til en viss grad vil de enkelte hensyn overlappe hverandre og/eller være gjensidig avhengige av hverandre. Til sammenligning vises det til at verdipapirhandellovens formål er angitt i lovens § 1-1 til å være «å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter», mens formålet i utkastet til ny børslav i § 1-1 er angitt å være og «legge til rette for effektive, velordnede og tillitvekkende markeder for finansielle instrumenter».

Verdipapirmarkedene er i stadig utvikling. Den globale økonomien og de internasjonale kapitalmarkedene, herunder verdipapirmarkedene, blir stadig mer integrerte. Dette skyldes både den teknologiske utviklingen og en utvikling i retning av reduserte lovfestede hindringer for kapitalflyt over landegrensene. Det fremstår videre som at de store internasjonale investorene nå presser på ytterligere for å fjerne nasjonale hindringer og skape effektive tjenester for det internasjonale verdipapirmarkedet. Jo mer integrert verdipapirmarkedene blir, jo mindre naturlig blir det å se på ett nasjonalt marked som ramme for virksomheten. Dette gjelder særlig innenfor EØS-området. Dette er likevel ikke til hinder for at det kan utvikles delmarkeder med enkelte særtrekk.

Et mål om et effektivt og velfungerende verdipapirmarked for norske utstedere og investorer vil i forhold til enkelte av disse kunne oppnås uavhengig av om funksjoner som markeds plass og registrerings- og oppgjørstjenester er forankret i Norge. *Verdipapirsentrallovutvalget* har imidlertid merket seg at det i Børslavutvalgets mandat fremgikk at utvalget skulle ta utgangspunkt i at det er behov for en effektiv og velorganisert markeds plass i Norge. I NOU 1999:3 uttaler Børslavutvalget i denne sammenheng blant annet (side 25):

«Selv om finansmarkedene i større grad har blitt globalisert, vil det fortsatt være viktig å beholde et velfungerende nasjonalt verdipapirmarked. Særlig mindre selskaper kan ha fordel av språklig, kulturell og geografisk nærhet til markeds plassen og dets aktører. Investorene og selskapene vil i et nasjonalt marked operere under rammebetingelser som de er fortrolig med, og som er mer oversiktelige.»

For i best mulig grad å ivareta og sikre et velfungerende marked for finansielle instrumenter, har *verdipapirsentrallovutvalget* som et grunnleggende utgangspunkt at registrering av rettigheter i finansielle instrumenter skal være basert på et *dokumentløst system*, der de finansielle instrumentene er dematerialiserte. *Utvalget* viser til at det sentrale hensyn bak opprettelsen av VPS i 1985 var behovet for å effektivisere og forenkle rutinene i forbindelse med verdipapiriromsetningen. Bakgrunnen for vpsloven og opprettelsen av VPS er

beskrevet i [\(Link til\)](#) kapittel 3. Den teknologiske utviklingen og utviklingen i finansmarkedene, med en større grad av internasjonalisering, har medført at et rettighetsregister bør ha en fleksibilitet som gjør det mulig å tilpasse seg endringer i finansmarkedene, herunder investorers og utstederes skiftende behov for tjenester. Samtidig bør VPS fortsatt kunne organisere driften på samme måte som etter gjeldende regelverk i den grad dette er hensiktsmessig.

I denne sammenheng bør reglene bidra til at norske verdipapirregistre kan yte tjenester som kvalitetsmessig og prismessig er konkurransedyktige sammenlignet med tilsvarende institusjoner internasjonalt. I den grad tjenester utført av et norsk verdipapirregister ikke er konkurransedyktige sammenlignet med tilsvarende tjenester utført av utenlandske foretak, må det antas at utstedere av finansielle instrumenter vil vurdere å benytte seg av registreringstjenester som tilbys av utenlandske registre. En slik vurdering vil naturligvis bero på også andre elementer enn kostnadene knyttet til registreringen. Blant annet vil det ha betydning hvilke investorer utstederne i hovedsak retter seg mot. Dersom markedet i det aktuelle instrumentet i første rekke vil være blant norske investorer, vil registrering i et utenlandsk register kunne vanskeliggjøre handelen.

Det bør legges vekt på at registrering av rettighetsovergang og oppgjør av transaksjoner gjennomføres med en tilstrekkelig grad av hurtighet. Et verdipapirregister bør i tillegg også kunne tilby fleksible løsninger i tråd med hva investorer og utstedere måtte ønske. Dette gjelder særlig innenfor kjerneområdet av verdipapirregistervirksomheten, men også for de tilleggstjenester som ytes utenfor kjerneområdet. For å bidra til at verdipapirregisterets drift skal være kostnadseffektiv, må reguleringen gi grunnlag for rasjonell drift og produktutvikling.

Som nevnt i pkt. 13.2 kan VPS virksomhet skjematisk sies å være tredelt. Den gir opplysninger om rettigheter til finansielle instrumenter, den bidrar i oppgjøret ved handel med de finansielle instrumentene og den tilbyr tilknyttede servicefunksjoner. Det er for det første viktig at deltakerne i verdipapirmarkedet kan stole på at de registrerte opplysninger er korrekte. Deltakerne bør videre kunne stole på at det ikke er annen informasjon enn den som er registrert som vil ha betydning for de transaksjoner som ønskes gjennomført. Registeret må med andre ord ha en høy grad av troverdighet. Disse hensynene ligger til grunn for registerets rettsvernsvirkninger som er omtalt nærmere i kapittel 18. Videre må systemet for registrering fungere sikkert slik at de opplysninger som skal registreres faktisk blir registrert. Dette hensynet kan ha betydning for hvem som skal kunne foreta registreringer i systemet og på hvilken måte dette blir gjort.

Det er videre av stor betydning at oppgjøret ved handel med finansielle instrumenter er forbundet med høy grad av sikkerhet. VPS deltar i dag i verdipapiroppgjørssystemet (VPO), ved at sentralen daglig oversender til Norges Bank pengeavregningen ifm. handelen med finansielle instrumenter, jf. pkt. 6.4. Deltakerne må kunne stole på at den avregningen som foretas som følge av et verdipapirregisters deltakelse i verdipapiroppgjør, er korrekt og betryggende utført. I denne sammenheng må et verdipapirregister få fleksibilitet med hensyn til valg av systemløsninger slik at oppgjørssystemet for norske verdipapirer kan fremstå som effektivt og sikkert for investeringsmiljøer i inn- og utland.

Utvalget antar videre at et verdipapirregister spesielt, og det norske markedet generelt, vil kunne ha større konkurransekraft dersom registeret

kan tilby etterspurte *tilleggstjenester* til virksomheten der dette kan gjøres innenfor hva som må kunne sies å være en naturlig del av virksomheten. I mange tilfeller vil det være effektivt at et register tilbyr servicetjenester i forbindelse med registreringen. Etter utvalgets syn bør lovgivningen ikke sperre for slike løsninger med mindre det er gode grunner for det. Det vises i denne sammenheng til utvalgets vurderinger av virksomhetsbegrensninger i kapittel 13.

Utvalget ser også at *myndighetskontroll* og *offentlig innsyn* kan være viktige hensyn. Ved innføringen av plikt til registrering ble det for eksempel lagt stor vekt på hensynet til skattekontrollen. Ivaretagelsen av hensynet til skattekontroll og annen myndighetskontroll er nærmere omtalt i kapittel 14 og 15 og til dels pkt. 19.3.3.

Kapittel 9

Enerett

9.1 Gjeldende rett

I henhold til vpsl. § 1-1 første ledd første punktum har VPS «enerett til å foreta registreringer av verdipapirer med de virkninger som er omtalt i denne lov og tilhørende lovgivning». Det er de deler av registreringsforløpet som leder til bestemte rettsvirkninger, som omfattes av eneretten. Dette medfører at for finansielle instrumenter som er registrert i VPS, er det bare registrering i VPS som gir rettsvern og legitimasjonsvirkninger. Registrering i VPS gir i stor grad både positiv og negativ troverdighet, jf. kapittel 18.

Eneretten omfatter ikke tjenester som går ut over selve registreringen, jf. Ot.prp. nr. 83 (1984-85) pkt. 4.2.3. Dette medfører at andre tjenester VPS yter innenfor virksomhetsbegrensningen, herunder avregningsvirksomhet, ikke er omfattet av eneretten.

VPS' enerett til å foreta registrering er i Ot.prp. nr. 83 (1984-85) begrunnet i «systemets effektivitet». Det heter i proposisjonen blant annet (side 26):

«Dersom det skulle være flere konkurrerende registreringssentraler ville alle kontoførere og alle meglere måtte kommunisere med hver enkelt sentral, og de måtte ha oversikt over hvor aktiver var registrert for å kunne utnytte de fordeler systemet gir muligheter for. I et slikt system ville det være behov for en clearing mellom sentralene, og den som skulle operere en slik clearing ville kunne bli sittende med et faktisk monopol.»

Eneretten var videre et viktig hensyn ved fastsettelsen av virksomhetsbegrensningen. Det ble vist til at sentralen som monopolinstitusjon selv kan fastsette sine priser uten konkurranse, og til at dette vil kunne medføre en fare for kryss-subsidiering av konkurranseutsatte tjenester. Det ble derfor ansett som prinsipielt betenkelig å la en monopolinstitusjon operere på et konkurransemarked.

9.2 Utenlandsk rett

9.2.1 Dansk rett

Det er i dansk rett ingen enerett for en bestemt institusjon til å foreta rettighetsregistrering av finansielle instrumenter. Derimot er virksomhet som verdipapirregister (værdipapircentral) underlagt konsesjonsplikt, jf. den danske værdipapirhandelloven, lov nr. 1072 20. desember 1995 med senere endringer § 8, jf. § 7. Det følger av § 59 tredje ledd at et enkelt finansielt instrument kun kan utstedes via ett verdipapirregister. I henhold til § 61 kan et verdipapirregister drive børsvirksomhet, virksomhet som autorisert markedsplass, samt clearingvirksomhet. Begrunnelsen for å oppheve Værdipapircentralens (VP) monopolstilling var blant annet ønsket om å styrke sentralens muligheter til å virke under internasjonal konkurranse. Det heter om dette i

forarbeidene blant annet Folketingstidende 1995-96 Tillæg A Bind II, heretter kalt Ftt. 1995-96 (side 1969):

«Pligten, til at danske noterede værdipapirer skal indskrives i Værdipapircentralen, har i realiteten givet Værdipapircentralen en monopolstilling på registrering af værdipapirer i Danmark. Det foreslås at ophæve Værdipapircentralens monopol i henhold til lov om en værdipapircentral med det formål at give centralen - og eventuelle fremtidige centraler - den fornødne fleksibilitet til at indrette sig i overensstemmelse med markedets skiftende behov. Dette indebærer, at registreringsvirksomhet fremover skal drives som kommersiell virksomhet i aktieselskabsform i lighed med, hvad der gælder i eksempelvis Sverige.»

9.2.2 Svensk rett

Også den svenske kontoföringslagen, lag (1998:1479) om kontoföring av finansiella instrument, åpner opp for konkurranse i markedet for registrering av finansielle instrumenter. I forarbeidene (Prp. 1997/98:160 side 105) til den svenske loven er det lagt vekt på at det bør være utsteder av finansielle instrumenter som velger hvilke verdipapirregister instrumentet utstedes gjennom. På den måten kan det etableres konkurranse mellom flere registre om å knytte til seg en utsteder av finansielle instrumenter. I likhet med de danske reglene kan egenkapitalinstrumenter kun utstedes via ett register. Låneinstrumenter kan derimot utstedes av samme utsteder via forskjellige registre, men det enkelte lån kan bare være utstedt via ett register.

9.3 Forholdet til Børslovutvalgets innstilling i NOU 1999:3

Etter gjeldende børslov kreves det tillatelse av Kongen for å etablere børs, jf. børsloven 17. juni 1988 nr. 55 (børsl.) § 1-2 (1). Finansdepartementet har i brev 28. april 1998 lagt til grunn at konsesjonsplikten skal knyttes til foretakets bruk av betegnelsen «børs». Etter børsloven av 1988 skal en børs organiseres som en selveiende instusjon. Etter § 1-3 kan en børs bare drive børsvirksomhet og «virksomhet som naturlig henger sammen med dette». I NOU 1999:3 foreslår Børslovutvalget at børs skal kunne organiseres som allmennaksjeselskap eller som selveiende institusjon. Etter forslaget er etablering av børs underlagt konsesjonsplikt, og det skal gjelde eierbegrensningsregler og virksomhetsbegrensninger for børser. Konkurransedyktighet var et viktig hensyn som ble vektlagt av Børslovutvalget i vurderingen av organisasjonsform for børser. Når utvalget kom til at børser bør kunne organiseres som allmennaksjeselskap ble det blant annet lagt vekt på at det bør være muligheter for konkurranse i markedet, og at en børs må være tillitskapende og ha muligheter for, og incitament til, effektiv og funksjonell drift. Det ble viderepekt på at aksjeselskapsformen gir bedre muligheter for egenkapitalfinansiering. Det heter videre i innstillingen (NOU 1999:3 side 179):

«Videre gir selskapsformen et godt grunnlag for etablering av holdingmodeller hvor ulike deler av virksomheten kan isoleres i enkeltstående juridiske enheter/resultatområder av hensyn til ulikeartede risikoaspekter, virksomhetsfokusering m.v. Aksjeselskapsformen anses videre velegnet for eventuell sammenslåing og integrasjon med andre virksomheter mv.»

Etter Børslovutvalgets forslag skal det som nevnt gjelde begrensninger på hvilken virksomhet en børs skal kunne drive. Etter utkastet § 5-2 kan en børs i tillegg til børsvirksomhet «bare drive annen virksomhet som har naturlig sammenheng med børsvirksomhet». Børslovutvalget mener at virksomhet som er knyttet til andre deler av verdipapirkjeden enn selve børsvirksomheten, kan være slik «tilknyttet virksomhet». I denne sammenheng drøfter Børslovutvalget om drift av oppgjørssystemer, autorisert markedsplass og markedsplass for andre produkter enn finansielle instrumenter har naturlig sammenheng med børsvirksomhet. Børslovutvalget er positiv til en integrering av slike virksomheter med børsvirksomhet. Et annet spørsmål er om slik virksomhet kan drives i samme selskap, eller må skilles ut som eget datterselskap, eventuelt organiseres etter en holdingmodell. Videre viser Børslovutvalget til at VPS i dag er gitt enerett til rettighetsregistrering av finansielle instrumenter. Børslovutvalget uttaler videre (NOU 1999:3 side 209):

«Det er således i dag en uaktuell problemstilling for utvalget om en børs skal gis anledning til å drive slik rettighetsregistrering. Dersom verdipapirsentralloven som følge av den varslede lovrevisjonen endres slik at integrasjon blir mulig, vil imidlertid problemstillingen likevel bli aktuell. Ut fra utvalgets prinsipielle syn på integrasjon av de virksomheter som utgjør verdipapirkjeden, jf ovenfor, og forutsatt at særlige hensyn knyttet til rettighetsregistrering og rettsvernregulering m v kan ivaretas, herunder eventuell videreføring av VPS som eneste rettighetsregistreringssentral, bør det åpnes for at børs og oppgjør/rettighetssentral skal kunne drives i samme foretak. Hvorvidt slik virksomhet i tilfelle bør skilles ut i eget datterselskap må vurderes nærmere ut fra de hensyn som er gjengitt ovenfor.»

9.4 Utvalgets vurderinger

En beskrivelse av VPS' virksomhet, herunder rettighetsregistrering og oppgjørsvirksomhet, er gitt i ([Link til](#)) kapittel 6. Som nevnt i pkt. 9.1 er rettighetsregistreringen omfattet av dagens enerett, mens avregningsvirksomheten ikke er regulert i gjeldende vpslov og er således ikke omfattet av eneretten. I motsetning til den oppgjørsvirksomhet som drives av NOS, og som er underlagt reglene i vphl. ([Link til](#)) kapittel 6, er avregnings- og oppgjørsvirksomheten som utføres av VPS ikke underlagt konsesjonsplikt. *Utvalget* anser det ikke aktuelt at dagens enerett for VPS skal utvides til også å omfatte avregnings- og oppgjørsvirksomhet. *Utvalget* mener det ikke bør være rettslige hinder for at oppgjørsvirksomhet utøves av andre, dersom markedsforholdene skulle tilsi en slik løsning. Spørsmålet om enerett for VPS vil således knytte seg til en videreføring av dagens enerett for VPS til å drive rettighetsregistrering av visse finansielle instrumenter. Som nevnt er dagens enerett blant annet begrunnet ut fra «systemets effektivitet». Etter *utvalgets* syn kan det anføres at et monopol, som medfører en etableringshindring, krever særlige hensyn for lovgiver for å opprettholde monopolet. For *utvalgets* del er det viktig at reguleringen av verdipapirmarkedet bidrar til å bevare et velfungerende, effektivt og kompetent marked for finansielle instrumenter.

Etter *utvalgets* syn må spørsmålet om enerett til rettighetsregistrering for et verdipapirregister ses i sammenheng med spørsmålet om hvilken form et rettighetsregister skal/kan organiseres. Det vil etter *utvalgets* syn være mange av de samme hensynene som gjør seg gjeldende ved vurderingen av enerett/konkurranse som ved vurderingen av organisasjonsform. Det grunn-

leggende hensyn som kan tale for at dagens enerett for VPS oppheves, er ønsket om konkurranse i markedet for registrering og oppgjør knyttet til handel med visse typer finansielle instrumenter. I denne sammenheng antas det at konkurrerende oppgjørs- og registreringssentraler lettere vil kunne etableres dersom slik virksomhet kan organiseres som aksjeselskap, jf. nedenfor i kapittel 10.

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. På den annen side vil det kunne hevdes at en monopolsituasjon er mindre betenkelig dersom det kreves at virksomheten organiseres som en stiftelse og under forutsetning om at eventuelt overskudd skal kanaliseres tilbake til brukerne. Det er uvisst om det i et lite verdipapirmarked som det norske vil være rom for etablering av flere verdipapirregistre. Selv om den lovregulerte eneretten for VPS til å foreta rettighetsregistrering oppheves, er det ikke gitt at en vil oppnå konkurranse ved at det etableres flere registre. Det vil i så fall eksistere en faktisk monopolsituasjon. En institusjon som har faktisk monopol, og som er organisert som et aksjeselskap, kan utsettes for et press om å utdele et høyere utbytte. Kostnadene ved økt utbytteutbetaling kan bli overført på brukerne i form av høyere priser. *Utvalget* antar imidlertid at muligheten for at det kan etableres konkurrerende virksomhet i seg selv vil kunne være et incitament til god og rasjonell drift, ved at institusjonen virker under «trussel» om nyetablering av konkurrerende virksomhet. Videre antar *utvalget* at selv med et lite verdipapirmarked som det norske vil det kunne være aktuelt med etablering av nye verdipapirregistre. Det vil for eksempel kunne være aktuelt med etablering av «spesialregistre» for enkelte finansielle instrumenter, for eksempel for derivater eller lokale aksjeselskaper.

Som nevnt i pkt. 9.3 går Børslovutvalget inn for at børsvirksomhet skal kunne integreres med annen virksomhet innen verdipapirkjeden. Dersom slik rettighetsregistrering og oppgjørsvirksomhet som drives av VPS i dag skal kunne integreres med børsvirksomhet og eventuelle andre deler av verdipapirkjeden, bør denne underlegges konkurranse. En integrering uten å oppheve dagens monopol vil etter *utvalgetssyn* gi denne børs et særlig konkurransefortrinn. Som nevnt i [\(Link til\)](#) kapittel 7 er det et utviklingstrekk at konkurransen mellom de forskjellige markedsplassene for finansielle instrumenter øker. En måte å møte den økede konkurransen på, er som vurdert av Børslovutvalget, en integrering av de forskjellige virksomhetene i verdipapirkjeden. Det vil for eksempel, dersom regelverket legges til rette for det, kunne være aktuelt med en integrering av Oslo Børs, Norsk Oppgjørssentral og VPS, jf. pkt. 12.2.3.2.

På den annen side kan det anføres at et system med flere rettighetsregistre kan virke uoversiktlig for aktørene og kontrollmyndighetene. Det vises i denne forbindelse til begrunnelsen for dagens enerett, jf. ovenfor pkt. 9.1. Der-

som det etableres flere rettighetsregistre, og systemet med kontoførere videreføres av registrene, vil kontoførerne måtte forholde seg til flere verdipapirregistre. Dette vil kunne medføre en økt arbeidsbyrde for kontoførerne, og derigjennom økte kostnader for sluttkundene. Den enkelte aksjonær vil kunne holde seg oppdatert om sine eierposisjoner ved å forholde seg til sin kontofører, men det kan ses på som en ulempe at eierposisjonene er registrert i flere registre. Det kan i denne sammenheng anføres at et monopol vil kunne være enklere og bli billigere for brukerne enn et system med fri konkurranse.

Utvalget har videre vurdert hvorvidt det bør etableres et offentlig rettighetsregister for finansielle instrumenter organisert på samme måte som Brønnøysundregistrene. Utvalget er imidlertid av den oppfatning at en slik organisering ikke vil være den mest effektive og gi de beste incitamentene til en drift som vil virke best for kundene.

Som nevnt ovenfor er *utvalget* spørrende til om det i utgangspunktet vil være rom for mer enn ett verdipapirregistre i et lite verdipapirmarked som det norske. Det er imidlertid en mulighet for at blant annet utenlandske registre vil ønske å etablere seg i det norske markedet. Dersom for eksempel VPS krever avgifter på et slikt nivå at andre anser de kan drive tilsvarende virksomhet med lavere kostnader for markedsaktørene, bør det være åpent for etablering av konkurrerende verdipapirregistre. Etter *utvalgets* syn bør derfor ikke dagens monopol for VPS videreføres.

Kapittel 10

Organisering/selskapsform

10.1 Gjeldende rett

VPS' organisering og finansiering er regulert i lovens [\(Link til\)](#) kapittel 2. I § 2-1 heter det at «Verdipapirsentralen er en selveiende institusjon organisert etter reglene i denne lov».

Arbeidsutvalget som forberedte vpsloven drøftet aksjeselskapsformen, men fant denne uegnet. I Ot.prp. nr. 83 (1984-85) heter det om denne vurderingen blant annet (side 28):

«Hovedbegrunnelsen for å avvise aksjeselskapsformen var at denne ikke er egnet til å regulere en institusjon basert på brukerstyring, og hvor ingen eiere skal ha noen innflytelse. Organisering som selveiende institusjon svarer også best til forslagets forutsetninger om at sentralen skal være en «non-profit» organisasjon.»

På tilsvarende måte som VPS er Oslo Børs organisert som en selveiende institusjon etter regler i egen lov, jf. børsloven § 1-1. *Utvalget* kjenner ikke til en lovfestet enhetlig definisjon av begrepet «selveiende institusjon». *Utvalget* viser til at institusjoner som sparebanker, kredittforeninger, finansieringsforetak og til dels også gjensidige forsikringsselskaper blir omtalt som selveiende institusjoner. Selveiende institusjoner er blant annet kjennetegnet ved at de er organisert som stiftelser hvor det ikke kan utøves alminnelig eierinteresse i kapitalen.

VPS er selvfinansierende. I henhold til vpsl. § 2-2 dekker VPS sine utgifter «gjennom gebyrer på de tjenester som ytes». I dette ligger det også at VPS skal være en såkalt «non-profit» virksomhet, dvs at VPS ikke har overskudd som formål. Prisene skal kalkuleres etter medgåtte ressurser, og dette søkes sikret gjennom en detaljert kostnads- og prismodell, som også skal hindre kryss-subsidiering. Dersom virksomheten går med overskudd, skal dette kanaliseres tilbake til brukerne gjennom lavere priser påfølgende år.

VPS er ikke pålagt offentligrettslige soliditetskrav. Dersom VPS ikke selv kan dekke en kreditor, kan VPS kreve at forpliktelsen dekkes av kontoførerne, jf. vpsl. § 2-2 annet ledd første punktum. Det vises til beskrivelsen av ansvarsreglene i kapittel 20. VPS er videre fritatt for formues- og inntektsskatt etter skatteloven 1999 § 2-30 første ledd bokstav j.

VPS' organer er representantskapet og styret, og i tillegg pålegger vpsloven at det skal være en kontrollkomité. Representantskapet er VPS' øverste organ, jf. vpsl. § 2-5 første ledd. Representantskapets medlemmer er oppnevnt av Kongen etter nærmere regler gitt i forskrift av 25. oktober 1985 nr. 3040 om oppnevning og sammensetning av Verdipapirsentralens representantskap. Fire av representantskapets medlemmer med personlige varamedlemmer oppnevnes av Kongen uten forslagsstilling. Videre skal Kongen oppnevne 20 av representantskapets medlemmer med personlige varamedlemmer blant de personer som er foreslått av organisasjoner som representerer ulike aktør- og samfunnsinteresser. Forskriften regulerer i detalj hvilke interesseforeninger og institusjoner som har rett til å bli representert i represen-

tantskapet, og hvor mange representanter de skal være representert med. Oppnevning foretas hvert annet år, og omfatter 12 medlemmer med personlige varamedlemmer. Oppnevningen gjelder for en periode av fire år.

De beslutninger og oppgaver som etter loven ikke hører inn under representantskapets område, tilligger styret som velges av representantskapet. Styret skal bestå av syv medlemmer med varamedlemmer, blant medlemmene velger representantskapet styrets leder og nestleder. Fire av styrets syv medlemmer skal representere kontoførerne. Av disse fire velges ett medlem etter forslag fra Norges Bank og ett medlem hver etter forslag fra forretningsbankene og sparebankene. Styremedlemmene og varamedlemmene velges for en periode av to år. Ingen kan gjenvelges til styret etter en samlet periode av 12 år. I tillegg suppleres styret med to representanter for de ansatte ved behandling av administrative saker.

Koordineringsutvalget er et vedtektsfestet rådgivende organ for administrasjonen vedrørende etablering av nye funksjonaliteter. Utvalget består av representanter for VPS' brukere. VPS' styre fastsetter instruks for utvalget.

VPS skal ha en kontrollkomite som skal føre tilsyn med styrets disposisjoner, kontrollere at reglene som er fastsatt for virksomheten blir fulgt og vurdere virksomheten ut fra et sikkerhetsmessig synspunkt, jf. vpsl. § 2-11. Kontrollkomiteen skal bestå av minst fem medlemmer. Minst ett medlem av komiteen skal tilfredsstille de krav som stilles til høyesterettsdommere etter lov av 13. august 1915 nr. 5 om domstolene § 54 første ledd. Komiteen skal minst en gang i året gi melding om sitt arbeid til Verdipapirsentralens representantskap og til Kredittilsynet.

10.2 Utenlandsk rett

10.2.1 Dansk rett

Det er etter dansk rett et vilkår for konsesjon som verdipapirregister og clearingsentral at virksomheten drives som aksjeselskap jf. den danske værdipapirhandelovens § 8 annet ledd, jf. § 7. Forutsetningen om at virksomheten må drives som aksjeselskap har nær sammenheng med opphevelsen av eneretten jf. ovenfor pkt. 9.2.1. Om begrunnelsen for aksjeselskapsformen heter det blant annet (Ftt. 1995-96 side 1981):

«Det foreslås, at virksomhedsudøvelsen skal ske i aktieselskabsform. Aktieselskabsformen er valgt, fordi den er velegnet til kollektiv virksomhedsdrift og vil kunne aktivere ejerkredsens ansvar over for aktieselskabets funktion, fordi ejerkredsen også får andel i overskuddet. Derfor vil fondsbørser, autoriserede markedspladser, værdipapirmæglere, pengemarkedsmæglere, clearingcentraler og værdipapircentraler i aktieselskabsform have et økonomisk incitament til at effektivisere virksomheten og tilpasse sig over for nye strømninger i markedet.»

Lovens krav om aksjeselskapsform omfatter også utenlandske selskaper, slik at disse ikke har mulighet til å drive grensekryssende virksomhet inn i Danmark eller etablere filial. Det er i forarbeidene vist til at det innen EU ikke er et «European passport» for denne type virksomhet. Med «European passport» menes at det for etablering innen EØS-området er tilstrekkelig med én tillatelse. Utenlandske selskaper som ønsker å drive virksomhet som verdipapir-

register i Danmark må derfor gjøre dette på grunnlag av en dansk tillatelse og under dansk tilsyn. Kravet om dansk tillatelse og dansk tilsyn er begrunnet i at denne virksomheten er «centrale dele af et lands finansielle infrastruktur».

10.2.2 Svensk rett

Det er i forarbeidene til kontoföringslagen (prp. 1997/98:160 side 98) pekt på at det bør gjelde samme regler for organisasjonsform for «centrala värdepappersförvarare» som for børser, autoriserte markedsplasser og clearingorganisasjoner. Et verdipapirregister må derfor i Sverige organiseres som enten et aksjeselskap eller som en økonomisk forening, jf. kontoföringslagen 2. ([Link til](#)) kapittel 2 §. I tillegg kan utenlandske selskaper få konsesjon som «centrala värdepappersförvarare» dersom selskapet driver tilsvarende virksomhet i hjemlandet, står under tilsyn i hjemlandet og virksomheten drives gjennom filial, jf. lovens 2. ([Link til](#)) kapittel 6 §.

10.3 Oversikt over ulike organisasjonsformer

Nedenfor gis en oversikt over enkelte særtrekk ved ulike organisasjonsformer. Selskapsformer med ubegrenset ansvar for minst én av deltakerne, slik som ansvarlige selskaper og kommandittselskaper, er ikke behandlet, idet *utvalget* anser disse organisasjonsformene som mindre egnet for verdipapirregistreringsvirksomhet. For en mer utførlig beskrivelse av ulike organisasjonsformer vises det til Børslovutvalgets utredning i NOU 1999:3 kapittel 17.1.

10.3.1 Aksjeselskap/allmennaksjeselskap

Aksjeselskaper (AS) er regulert i aksjeloven av 13. juni 1997 nr. 44 (asl.) og allmennaksjeselskaper (ASA) i lov av 13. juni 1997 nr. 45 (asal.).

ASA-formen er beregnet på selskaper der det er stor aksjespredning, og der selskapet ønsker å kunne hente inn kapital gjennom emisjoner rettet mot allmennheten. Aksjene skal i utgangspunktet være fritt omsettelige, og aksjene skal være registrert i VPS. AS-formen er derimot beregnet på selskaper med en begrenset krets av eiere. Som hovedregel er selskapets aksjer underlagt omsetningsbegrensninger, ved at selskapet skal godkjenne erverv og ved at øvrige eiere har forkjøpsrett. Det er ikke krav om at aksjene skal være registrert i VPS.

Aksjeselskaper er eiet av selskapets aksjonærer. Aksjonærene har skutt inn kapital i henhold til sine andeler av aksjene ved selskapets stiftelse eller ved senere emisjon, eller har ervervet aksjer i annenhåndsmarkedet. På tilsvarende måte kan eieren øke sin eierandel ved emisjon eller erverv, og redusere sin eierandel ved salg. En aksje kan sies å være en standardisert eierandel i et selskap.

Eierne utøver sine eierbeføyelser gjennom stemmerett på generalforsamlingen, jf. asal. § 5-1 første ledd og asl. § 5-1 første ledd. I utgangspunktet har alle aksjer en stemme, jf. asal. 5-4 og asl. § 5-3. Vedtekter og særlovgivning kan begrense stemmeretten. Begge aksjelovene ([Link til](#)) kapittel 3 IV regulerer avtaler mellom aksjeeier og selskapet, samt konserninterne transaksjoner.

Eierne av selskapets aksjer kan få utbetalt utbytte etter nærmere regler i asal. §§ 8-1 følgende og asl. §§ 8-1 følgende. Videre kan selskapet på gitte betingelser nedskrive kapitalen med utbetaling til aksjonærene, jf. begge lover kapittel 12. Dersom selskapet besluttet nedlagt vil selskapets gjenværende

formue, etter at kreditorer er dekket, bli utbetalt til eierne, jf. begge lover kapittel 16.

Aksjeselskapsformen er kjennetegnet ved at deltakerne i selskapet (aksjeeierne) har begrenset sitt ansvar for selskapets forpliktelser til den innskutte aksjekapital, jf. begge lover § 1-1. Dette medfører at ingen av deltakerne har personlig ansvar for selskapets forpliktelser.

Et aksjeselskaps ledelse skal bestå av et styre, i visse tilfeller bedriftsforsamling, og daglig leder. Selskapets ledelse er regulert i begge lover ([Link til](#)) kapittel 6. Videre skal et selskap med mer enn 200 ansatte ha en bedriftsforsamling, jf. begge lover § 6-35. Generalforsamlingen velger 2/3 av bedriftsforsamlingen, mens de ansatte velger 1/3. I de selskaper der det er bedriftsforsamling, er det denne som velger styret og dets formann, jf. asal. § 6-37 første ledd og asal. § 6-35. Bedriftsforsamlingen skal føre tilsyn med styrets og daglig leders forvaltning av selskapet.

Alle aksjeselskaper skal ha et styre, jf. begge lover § 6-1 første ledd. Styret skal som et utgangspunkt bestå av minst tre personer. Begge lover § 6-4 regulerer de ansattes rett til å være representert i styret. Med unntak av de ansattes representanter og eventuelle medlemmer valgt av bedriftsforsamlingen, velges styrets medlemmer av generalforsamlingen, jf. begge lover § 6-3.

Styret er ansvarlig for forvaltningen av selskapet, jf. begge lover § 6-12. De påfølgende bestemmelser regulerer styrets oppgaver og saksbehandling. Styret representerer selskapet utad og tegner dets firma, jf. begge lover § 6-30. Myndigheten kan delegeres til enkeltmedlemmer i styret, daglig leder eller navngitte ansatte. Videre skal ASA ha en daglig leder, jf. asal. § 6-2. AS med en aksjekapital på 3 mill. kr. eller mer skal også ha daglig leder. Daglig leder tilsettes som hovedregel av styret.

Lovene har for øvrig detaljerte regler om ledelsens oppgaver, kompetanse og saksbehandling.

Selskapets egenkapital består av fri og bundet egenkapital. Et ASA må i henhold til § 3-1 første ledd ha en minimum aksjekapital på 1 mill. kr. For AS er minimumskravet 100.000 kr. Den bundne kapitalen består i all hovedsak av aksjekapital (§ 3-1), overkursfond (§ 3-2) og fond for vurderingsforskjeller (§ 3-2). Øvrige fond er fri kapital. Selskapet skal til enhver tid ha en egenkapital som er forsvarlig ut fra virksomheten i selskapet, jf. begge lover § 3-4.

Foretakets aksjekapital kan økes blant annet ved emisjon, dvs. utstedelse av nye aksjer mot innbetaling til selskapet. Videre kan foretaket innhente arbeidskapital ved lån, herunder ansvarlige lån og konvertible lån.

Lov 17. juli 1998 nr. 56 om regnskapsplikt mv. (regnskapsloven) § 1-2 (i kraft fra 1. januar 1999) pålegger alle aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper å føre regnskap. Regnskapslovens regler skiller mellom store og små foretak. Små foretak er på visse områder underlagt mindre strenge krav. Generalforsamlingen skal velge en eller flere revisorer, jf. begge aksjelovene § 7-1 første ledd.

10.3.2 Økonomiske foreninger/andelslag

En forening er en sammenslutning av medlemmer. En økonomisk forening kan defineres som «sammenslutninger som arbeider for å fremme medlemmenes økonomiske interesser ved selv å drive økonomisk virksomhet.» (Aarbakke i *Knophs oversikt over Norges rett* 10. utgave side 901). Et eksempel på økonomiske foreninger på finansområdet er kredittforeninger, som er en forening av låntakere. Disse foreningene er imidlertid særskilt regulert i finansieringsvirksomhetsloven ([Link til](#)) kapittel 3. Det følger av finan-

sieringsvirksomhetsloven § 3-2 annet ledd at aksjeloven kommer til anvendelse for slike foreninger, med mindre annet følger av finansieringsvirksomhetsloven eller forskrifter gitt i medhold av denne.

Organisasjonsformen forening er ikke direkte regulert i egen lov. Rettsspørsmål må vurderes i forhold til alminnelige foreningsrettslige grunnsetninger, dvs. ulovfestet rett. Hovedkjennetegnet ved en forening, i motsetning til et selskap, er at deltakerne ikke har eiendomsrett til sammenlutningens formue. I foreninger er det ikke eiere, men medlemmer. Disse har ikke eiendomsrett til foreningens formue. Det kan således ikke utbetales utbytte eller foretas likvidasjon og utdeling av formuen til medlemmene. Et annet kjennetegn er at foreninger, i motsetning til selskaper, i utgangspunktet har åpent medlemskap. Videre drives ikke foreningens virksomhet for medlemmenes regning og risiko, slik tilfellet er for selskaper, (jf. *Aarbakke i Knophs* oversikt over Norgesrett 10. utgave side 880).

En forening med en viss substans, herunder organisasjon og rettigheter og plikter knyttet til medlemskap, vil være et formuerettslig subjekt. Et verdipapirregister organisert som forening må forutsettes å ville fylle disse vilkår. Overfor tredjemann er det foreningen som sådan som står ansvarlig for formuerettslige rettigheter og plikter jf. *Woxholth, Foreningsrett* 1992 side 338). I følge *Woxholth* side 338 er » den alminnelige regel om ansvarsform i foreninger <...> at medlemmene og tillitsmennene ikke er ansvarlig for foreningsskjelden - det er bare foreningen som sådan».

Foreninger står i utgangspunktet fritt med hensyn til hvordan sammenlutningen skal organiseres.

Det er medlemmene som styrer foreningen. Alle beslutninger vil således fattes i generalforsamlingen/medlemsmøtet, med mindre noe annet er bestemt i vedtektene.

10.3.3 Stiftelser og andre selveiende institusjoner

Stiftelser er nærmere regulert i lov 23. mai 1980 nr. 11 om stiftelser. Loven skiller mellom offentlige og private stiftelser. Forskjellen ligger i at offentlige stiftelser er stadfestet av det offentlige, jf. stiftelsesloven § 16, og at de er underlagt strengere kontroll av det offentlige enn private stiftelser. En stiftelse er en juridisk person og består av en selveiende formuesmasse. Det er fri etableringsrett for stiftelser. Stiftelsen etableres ved at en formuesverdi blir stilt selvstendig til rådighet for et bestemt formål, jf. stiftelsesloven § 2 første ledd. Stiftelser har ikke medlemmer eller deltakere.

Stiftelsesloven kapittel V gir nærmere regler om næringsdrivende stiftelser. En næringsdrivende stiftelse er definert som en stiftelse som har til formål å drive næringsvirksomhet selv eller som gjennom aksjer eller på annen måte har bestemmende innflytelse over næringsdrivende virksomhet utenfor stiftelsen, jf. stiftelsesloven § 24 første ledd. En stiftelse hefter for stiftelsens drift med hele sin formue.

Stiftelsesloven § 5 stiller krav om at det skal være oppnevnt et styre for stiftelsen, som har ansvar for driften og forvaltningen av formuesmassen.

En næringsdrivende stiftelse skal ha daglig leder, jf. stiftelsesloven § 28 første ledd som henviser til aksjeloven (av 1976) § 8-4 første ledd, og skal ved registrering i Foretaksregisteret ha innbetalt en grunnkapital på minst kr 200 000. Stiftelsesloven stiller ikke krav om at stiftelsens egenfinansiering skal være forsvarlig i forhold til stiftelsens virksomhet.

For offentlige stiftelser skal grunnkapitalen være urørlig, og minst 1/10 av kapitalavkastningen skal legges til kapitalen, jf. § 16 første ledd nr. 4. For pri-

vate stiftelser er det ikke gitt tilsvarende regler. Stiftelsens vedtekter kan imidlertid regulere slike forhold.

Stiftelsesloven regulerer ikke fremmedfinansiering. Det er lagt til grunn at stiftelser kan benytte seg av alminnelige former for fremmedfinansiering (jf. *Aarbakke* op.cit. side 32). Videre må stiftelseskapitalen kunne økes ved gaver og overskudd ved drift. Hvis stiftelsen går med underskudd og ikke finner långivere, vil således gaver være eneste mulighet for finansiering av virksomheten.

Stiftelsesloven er for tiden under revisjon. I NOU 1998:7 har Stiftelseslovutvalget lagt fram forslag til ny stiftelseslov.

Utover stiftelser etter stiftelsesloven finnes det selveiende institusjoner regulert ved særlov. De viktigste eksemplene er VPS etter någjeldende lov, Oslo Børs etter gjeldende børslov, og sparebanker. Disse selveiende institusjonene har klare likhetstrekk med stiftelser med hensyn til eierformen, mens organisering og virksomhet som nevnt er regulert i egne lover. Banklovkommisjonen har i sin utredning nr. 4, NOU 1998:14 Finansforetak mv., lagt til grunn at banker fortsatt skal kunne etableres og fortsette sin virksomhet som selveiende bank (sparebank i dagens terminologi).

10.3.4 Samvirkelag

Samvirkelag er en særlig form for økonomiske foreninger (andelslag). Det som kjennetegner samvirkelagene er at de driver økonomisk virksomhet for å fremme medlemsinteressene og at de drives etter de kooperative prinsipper (de såkalte «Rochdale-prinsippene»). Samvirkelag er ikke regulert av aksjeloven, jf. asl. § 1-1 tredje ledd nr. 4.

Det som karakteriserer et samvirkelag i motsetning til et vanlig aksjeselskap, er at selskapet yter medlemmene varer eller tjenester, og at medlemmenes økonomiske interesser i selskapet i det vesentlige er knyttet til disse ytelser.

Et samvirkelag innhenter kapital blant annet ved årskontingent e.l. I tillegg til eventuell årskontingent kan samvirkelag ha krav om at medlemmene skal ha skutt inn kapital i laget, og eventuelt knytte innskuddet til et andelsbevis, som kan være omsettelig innenfor vedtektsfastsatte begrensninger. Laget kan også ta opp lån.

Det følger av de kooperative prinsipper at laget som hovedregel bare skal handle med sine medlemmer. Samvirkelagsandeler er i prinsippet omsettelige. Dersom prinsippet om åpent medlemskap gjennomføres i praksis, vil slik omsetning imidlertid neppe være særlig praktisk.

Som følge av at samvirkelag som organisasjonsform ikke er regulert, er det ikke formkrav knyttet til stiftelsen av et samvirkelag. Det er heller ikke gitt regler for organisering av samvirkelag. Selv om man i utgangspunktet står fritt, antar *Aarbakke* at et samvirkelag må bygges opp etter mønster av et aksjeselskap. Fordeling av myndighet på lagets organer må fastsettes i vedtekter.

Et samvirkelag er en egen juridisk person, og kan således være part i avtaler. Samvirkelaget representeres utad av et styre, men kan delegere myndighet til daglig leder dersom laget har dette.

Utvalget viser ellers til at Justisdepartementet har nedsatt et utvalg som skal gjennomgå samvirkelag som organisasjonsform og foreslå lovregulering av dette.

10.3.5 Statsforetak

Et statsforetak er pr. definisjon eneeiet av staten, jf. lov 30. august 1991 nr. 71 om statsforetak § 1. Dersom denne organisasjonsformen skal benyttes er det således en forutsetning at verdipapirregisteret i sin helhet skal være eiet av staten.

Staten kan også være eneeier i et ordinært aksjeselskap (statsaksjeselskaper). Asal. §§ 20-4 følgende og asl. §§ 20-4 følgende har særregler for de tilfeller staten er eneste eier.

Statsforetaksloven er i stor grad bygget opp rundt aksjelovens prinsipper. Fordi det bare er en eier, og staten i henhold til § 12 er forpliktet til å dekke fordringshavere ved oppløsning av foretaket, er imidlertid de bestemmelsene i aksjeloven som skal sikre medaksjonærenes og kreditorenes interesser ikke inntatt i statsforetaksloven.

Eieren, dvs. vedkommende departement, utøver sin eierrett gjennom foretaksmøtet, jf. § 38 første ledd.

10.4 Utvalgets vurdering med hensyn til organisasjonsform

Rettighetsregistrering av og oppgjøret ved transaksjoner med finansielle instrumenter er en viktig del av verdipapirkjeden. For å oppnå et konkurransedyktig verdipapirmarked bør organiseringen av et verdipapirregister bidra til at registeret vil kunne ha effektiv og funksjonell drift. Videre bør organiseringen være tillitsskapende og ta hensyn til et marked med stadig økende konkurranse. *Utvalget* viser til [\(Link til \)](#) kapittel 8 ovenfor om de sentrale hensyn ved reguleringen av verdipapirregistre.

En sentral forskjell mellom stiftelser, økonomiske foreninger og samvirkelag på den ene side og aksjeselskaper på den annen side, er at sistnevnte har eiere. Eierposisjonen vil normalt være kombinert med eierinnflytelse i selskapet, særlig i form av stemmerett på generalforsamlinger, og da basert på vedkommendes eierandel (innskutt kapital). Samtidig vil eierposisjonen normalt også være kombinert med på den ene side risiko for fullstendig tap av den innskutte kapital og på den annen side rett til andel av virksomhetens overskudd.

Utvalget viser til at en organisasjonsform med eiere som har rett til andel av virksomhetens overskudd normalt vil medføre at disse stiller krav til virksomhetens lønnsomhet og avkastning. I en situasjon med konkurranse vil dette kunne gi reduserte priser for sluttkundene. På den annen side vil et krav om utbytte, og eventuelt ensidig fokusering på kortsiktig avkastning, kunne være i strid med ønsket om moderat pris på registerets tjenester, og vil også kunne svekke det langsiktige driftsgrunnlaget til et verdipapirregister. Dersom det ikke etableres konkurrerende virksomhet, vil en omdannelse av VPS til aksjeselskap ikke automatisk føre til en mer rasjonell drift. Det vil derimot eksistere en (faktisk) monopolsituasjon som vil kunne komme eierne til gode. I motsetning til ved stiftelsesformen vil et eventuelt overskudd i et aksjeselskap ikke nødvendigvis kanaliseres tilbake til brukerne. *Utvalget* har på denne bakgrunn vurdert hvorvidt VPS bør gis anledning til omdannelse til aksjeselskap så lenge denne er den eneste tilbyder av disse tjenestene i det norske markedet. Tatt i betraktning den økende internasjonale konkurransen innen registrerings- og oppgjørstjenester, jf. [\(Link til Konkurranseforhold\)](#) kap. 7.2, og at utvalgets flertall foreslår en opphevelse av registreringsplikten, mener utvalget av VPS har små muligheter til å utnytte en faktisk monopolsitu-

asjon og likevel forbli konkurransedyktig. Etter flertallets syn vil aksjeselskapsformen således være den mest hensiktsmessige organisasjonsform også for VPS, jf. nedenfor.

Ved eventuell opprettelse av nye registre vil aksjeselskapsformen gi bedre muligheter for egenkapitalfinansiering, gjennom adgang til utstedelse av aksjer mot nytegnning, opptak av konvertible lån o.l. Videre gir selskapsformen et godt grunnlag for etablering av konsernmodeller, hvor ulike deler av virksomheten kan isoleres i enkeltstående juridiske enheter/resultatområder av hensyn til ulikeartede risikoaspekter, virksomhetsfokusering mv. Aksjeselskapsformen anses videre velegnet for eventuell sammenslåing og integrasjon med andre virksomheter mv.

Aksjeselskapsformen er den dominerende organisasjonsform for andre institusjoner i det norske finansmarkedet, som forretningsbanker, verdipapirforetak, oppgjørssentraler mv. I denne sammenheng er selskapsformen også velkjent for tilsynsmyndighetene. Disse er imidlertid ikke direkte sammenlignbare med et verdipapirregister, i og med at det vil knyttes rettsvernsvirkninger til registreringen i et verdipapirregister. Til sammenligning kan det nevnes at tinglysning knyttet til fast eiendom, så vidt utvalget kjenner til, ikke har vært vurdert lagt til et privat aksjeselskap, heller ikke av utvalget som har vurdert organiseringen av førsteinstansdomstolene (NOU 1999:22 Domstolene i første instans). Den virksomhet som utøves ved pliktig registrering, kan sammenlignes med utøvelse av offentlig myndighet. Eierne av et aksjeselskap vil, etter reglene i aksjelovgivningen, ha mulighet til å legge ned virksomheten. I så fall vil en kunne få en situasjon med registreringsplikt for visse finansielle instrumenter, uten at det eksisterer et register disse kan registreres i. *Utvalget* anser imidlertid denne muligheten for lite sannsynlig, og dette bør kunne reguleres hensiktsmessig gjennom regler for avvikling. *Utvalget* viser ellers til at VPC i Sverige og APK i Finland er organisert som aksjeselskap, og til at Værdipapircentralen i Danmark, etter de planene utvalget kjenner til skal omdannes til aksjeselskap.

Utvalget er etter en helhetsvurdering kommet til at verdipapirregistre bør kunne etableres og drives i aksjeselskapsform. Hvorvidt slike foretak skal kunne organiseres som aksjeselskap og/eller allmennaksjeselskap, er vurdert nedenfor i pkt. 11.4.2.

Utvalget har videre vurdert hvorvidt verdipapirregistreringsvirksomhet bør kunne drives som en stiftelse (selveiende institusjon). Om denne organisasjonsformen uttaler Børslovutvalget blant annet følgende (NOU 1999:3 side 180):

«Utvalget viser til at selveiende stiftelser kan anses særlig egnet for virksomhet som skal være nøytral og uavhengig av brukere, eiere og andre ulike særinteresser. De ulike interessegruppers innflytelse over virksomheten må således søkes regulert gjennom retningslinjer for oppnevning til stiftelsens styrende organer, i vedtekter eller lovgivning.

En stiftelse vil ikke ha noen eiere, og således ingen eksterne (eiere eller medlemmer) som har rettigheter til løpende uttak av overskudd ved driften, til tilbakebetaling av innskudd ved avvikling av medlemskap, eller til fordeling av nettokapitalen ved eventuell avvikling. Rent kostnadmessig sett vil fraværet av krav om å generere avkastning til eiere kunne sies å være et konkurransefortrinn.

På den annen side medfører fraværet av eiere at stiftelsen ikke kan skaffe egenkapitalfinansiering fra nye eller eksisterende eiere, men er avhengig av driftsoverskudd, lånefinansiering eller rene gaver for fin-

ansiering av virksomheten og investeringer m v. Fraværet av eiere med risiko for egen innskutt kapital kan også lede til svekket fokus på rasjonell, kostnadseffektiv og økonomisk drift og utvikling. Videre kan fraværet av eiere og medlemmer (som i en økonomisk forening) medføre en svak lojalitetsforankring til brukergrupper og finansieringskilder i en konkurranseutsatt situasjon.»

Utvalget er delt i synet på om verdipapirregistre selv bør velge om virksomheten skal organiseres i aksjeselskapsform, som stiftelse eller eventuelt i andre organisasjonsformer, eller om det skal lovfestes et krav om aksjeselskapsform.

Utvalgets flertall (alle unntatt *L'Abée-Lund*) viser til at VPS i dag er en selveiende institusjon organisert etter reglene i vpsloven. *Flertallet* ser at det finnes enkelte fordeler med selskapsformer der overskuddet skal fordeles på brukerne i form av lavere priser på de tjenester registeret yter. På den annen side antar *flertallet* at slike selskapsformer vil være mindre hensiktsmessige i en situasjon der det ser ut til å gå mot økt integrasjon av både børser, verdipapirregistre og oppgjørssentraler i det europeiske verdipapirmarkedet. Der som det fortsatt skal være åpent om virksomhet som verdipapirregister skal drives som selveiende institusjon er det etter *flertallets* syn ikke opplagt at dette bør begrenses til stiftelser, slik Børslovutvalget synes å legge til grunn. Også økonomiske foreninger og samvirkeforetak vil kunne være aktuelt. Uavhengig av hvilke av disse institusjonene det åpnes for, vil det måtte fastsettes særlige regler i en ny verdipapirregisterlov, idet gjeldende regelverk for stiftelser mv. ikke i tilstrekkelig grad ivaretar de krav som etter *flertallets* syn bør stilles til verdipapirregistreringsvirksomhet. *Flertallet* antar at aksjeselskapsformen vil være best egnet for Verdipapirsentralen og eventuelle nyetableringer for å sikre en konkurransedyktig virksomhet i fremtiden. Etter flertallets syn bør derfor verdipapirregistreringsvirksomhet, herunder dagens VPS, drives som aksjeselskap. Flertallet anser i denne sammenheng spørsmålet om organisasjonsform for å være så viktig og grunnleggende at det bør være opp til lovgiver å ta stilling til om VPS skal omdannes eller ikke. Det vises til at alternativet vil være å overlate til VPS' øverste organ, representantskapet, å bestemme hvorvidt VPS skal omdannes eller ikke. *Flertallet* foreslår derfor en lovfestet plikt for VPS til å omdanne seg til aksjeselskap. Det vises til kapittel 23.

Mindretallet (*L'Abée-Lund*) legger til grunn at VPS i dag i hovedtrekk fungerer godt, og at det i hvert fall ikke er avdekket prinsipielle mangler ved organisasjonsformen som selveiende institusjon. VPS er i stor grad brukerstyrt. Ved at effektiv drift og rasjonelle rutiner kommer brukerne til gode både gjennom lavere priser fra VPS, og gjennom tjenester tilpasset brukernes behov, foreligger et meget sterkt incitament - også økonomisk - for de styrende organer til å sørge for at VPS drives mest mulig effektivt.

Mindretallet viser til at selveiende institusjoner er en velkjent organisasjonsform også for andre virksomheter innen finansnæringen, bl.a. for sparebanker. Det er intet som tyder på at denne organisasjonsformen har medført at sparebanker drives mindre effektivt enn forretningsbanker. Tvert imot preges sparebankene av høy lønnsomhet.

Mindretallet viser også til at verdipapirregistervirksomhet ligger nært opp til tinglysingsvirksomhet, jf. tinglysing av fast eiendom og Løsøreregisteret, som anses som en offentlig oppgave og ikke egnet for drift med formål å optimalisere et overskudd.

Spesielt er *mindretallet* skeptisk til at VPS omdannes til aksjeselskap så lenge den er i faktisk monopolsituasjon. Optimalisering av selskapets overskudd vil i så fall føre til at aksjeeierne i VPS vil kunne ta ut en monopolgevinst. En hjemmel for å regulere VPS' priser vil dels kunne gi bare et begrenset vern mot dette, dels vil en streng prisregulering kunne motvirke de fordeler en ellers mener å kunne oppnå gjennom aksjeselskapsformen.

Mindretallet er enig med flertallet i at det er gunstig med konkurranse, og at det må åpnes for etablering av nye verdipapirregistre. Det er mest sannsynlig at slike nyetableringer vil bli foretatt dersom nyetableringene tillates å bruke aksjeselskapsformen. *Mindretallet* er derfor likevel enig i at loven bør åpne adgang til å etablere verdipapirregistre som aksjeselskap.

Fra det tidspunkt da det er etablert et konkurrerende verdipapirregister med fullt tjenestespekter, er et hovedargument mot omdanning av VPS borte. *Mindretallet* antar under noen tvil at VPS da bør tillates å omdanne seg til aksjeselskap. Avgjørelsen bør tas av VPS' egne organer.

Mindretallet er spesielt uenig i flertallets konklusjon om at VPS skal ha *plikt* til å omdanne seg til aksjeselskap (og uavhengig av om det er etablert et konkurrerende verdipapirregister). Utover momentene nevnt ovenfor, viser *mindretallet* til Børslovutvalgets utredning, NOU 1999:3. Et enstemmig utvalg gikk inn for at det skulle være opp til Oslo Børs selv om børsen skulle omdannes til (allmenn)aksjeselskap. *Mindretallet* kan ikke se at VPS står i noen annen stilling. *Mindretallet* viser også til Banklovkommisjonens utredning nr 4 om finansforetak (NOU 1998:14), der flertallet foreslo at sparebanker skal ha adgang til å omdanne seg til (allmenn)aksjeselskap, men ingen i Banklovkommisjonen gikk inn for *plikt* til slik omdanning.

Et verdipapirregister organisert som selveiende institusjon bør etter *mindretallets* syn gis mulighet til egenkapitalfinansiering ved utstedelse av grunnfondsbevis.

Lovteknisk foreslår *mindretallet* at kapittelet om foretaksform og organer bygges opp på samme måte som i Børslovutvalgets utredning, der særreglene for selveiende institusjoner begrenset seg til ett ekstra ledd i § 3-2 om generalforsamling. Samtidig bør det tilføyes regler om utstedelse av grunnfondsbevis, etter mønster av NOU 1998:14 Finansforetak mv. §§ 6-7 og 6-8 jf. § 5-2.

Mindretallet tilføyer at VPS også i faktisk monopolsituasjon bør kunne tillates å omdanne seg til aksjeselskap som ledd i en konsernmodell sammen med andre sentralledd i verdipapirkjeden, f.eks. sammen med Oslo Børs og Norsk Oppgjørssentral ASA (NOS), forutsatt at det faktiske morselskap etableres som selveiende institusjon. Vilkårene for omdanning av VPS bør håndheves av konsesjonsmyndigheten.

For ordens skyld nevnes at *utvalget* i tillegg har vurdert en løsning som innebærer en lovmessig plikt for VPS til omdannelse til aksjeselskap, men slik at eventuelle nyetableringer skal kunne etableres som selveiende institusjoner. *Utvalget* finner imidlertid ikke å anbefale en slik løsning.

Kapittel 11

Konsesjon

11.1 Innledning

VPS har etter gjeldende vpsl. § 1-1 første ledd 1. pkt. «enerett til å foreta registreringer av verdipapirer med de virkninger som er omtalt i denne lov». Som nevnt i ([Link til](#)) kapittel 9 foreslår *utvalget* at eneretten oppheves slik at det åpnes opp for etablering av nye verdipapirregistre i tillegg til eksisterende VPS. Det følger av utvalgets mandat at «utvalget skal legge til grunn at oppgjørsvirksomhet og registrering knyttet til finansielle instrumenter skal kreve tillatelse fra offentlige myndigheter». *Utvalget* legger til grunn at det med «oppgjørsvirksomhet og registrering» her er ment den virksomhet som omfattes av VPS' enerett i dag. Spørsmålet om det i tillegg bør kreves særskilt konsesjon for den avregningsvirksomhet VPS driver i forbindelse med pengeoppgjøret i Norges Bank, vil imidlertid også bli vurdert.

VPS' virksomhet utgjør en viktig del av infrastrukturen i verdipapirmarkedet. Ved reguleringen av verdipapirregistreringsvirksomhet legger *utvalget* vekt på at virksomheten bør bidra til å skape tillit til verdipapirmarkedet. *Utvalget* mener i denne sammenheng at regulering og tilsyn vil kunne bidra til å skape tillit til at tjenestene utføres på en betryggende og rasjonell måte. Krav til at foretak som driver verdipapirregistreringsvirksomhet må inneha konsesjon vil gi et godt grunnlag for betryggende tilsyn og derigjennom gi brukerne økt sikkerhet. *Utvalget* mener en betryggende kontroll med registreringsvirksomhet best kan gjennomføres ved at myndighetene har anledning til å nekte et selskap å igangsette slik virksomhet. Krav om konsesjon gir en hensiktsmessig kontroll av at de lovmessige vilkår for virksomheten er oppfylt. En konsesjonsordning med tilknyttede regler for avvikling av virksomheten, vil også kunne bidra til at det skapes tillit til at virksomheten vil bestå.

Utvalget mener på den annen side at lovgivningen ikke bør bidra til å skape et faktisk monopol gjennom for strenge etableringskrav. Det kan anføres at det i stedet for et krav om konsesjon vil kunne være mer hensiktsmessig med et system med meldeplikt tilsvarende den som er innført i lov om erverv av næringsvirksomhet, jf. lov 23. desember 1994 nr. 79. *Utvalget* mener imidlertid at et system med offentlig tillatelse i større grad vil bidra til å skape tillit til virksomheten og er mest konsistent med et system med kontinuerlig institusjonstilsyn.

Krav til konsesjon for å kunne drive registreringsvirksomhet er også i samsvar med utenlandsk rett. I henhold til den danske værdipapirhandeloven § 8, jf. § 7, kan virksomhet som verdipapirregister ikke påbegynnes før tillatelse er gitt av Finanstilsynet. Kravet om tillatelse og tilsyn for verdipapirregistre, børser og clearingsentraler er begrunnet i at virksomheten som utøves er en sentral del av et lands infrastruktur i verdipapirmarkedet.

Også etter svensk rett stilles det krav om konsesjon for å drive verdipapirregistreringsvirksomhet. I forarbeidene til den svenske lag om kontoföring av finansiella instrument heter det at i en ordning uten monopol (prp. 1997/98:160) «bör gälla att centrala värdepappersförvarare är underkastade krav på auktorisation av Finansinspektionen.»

Den foreslåtte konsesjonsplikten vil også gjelde for utlendinger som skal drive verdipapirregistreringsvirksomhet i Norge. Dette medfører at utenlandske foretak som ønsker å drive slik virksomhet, må søke konsesjon om dette, og drive slik virksomhet gjennom et norsk datterselskap. Etter *utvalgets* syn vil et slikt krav ikke være i strid med Norges forpliktelser etter EØS-avtalen. *Utvalget* viser i denne sammenheng til at det i EØS-retten ikke er harmoniserte regler for rettighetsregistrering av finansielle instrumenter. Prinsippet om en enkelt tillatelse for virksomhet innen EØS-området, enten via filial eller såkalt grensekryssende virksomhet, vil dermed ikke gjelde. Dette synspunktet er også lagt til grunn i Danmark der konsesjonsplikten også gjelder utlendinger som ønsker å drive verdipapirregistreringsvirksomhet i Danmark. I de danske forarbeidene heter det om dette blant annet (Ftt. 1995-96 side 1981-1982):

«Baggrunden for, at udenlandske fondsbørser, clearingcentraler m.v., jf. § 7, stk. 1, ikke kan få mulighed for at etablere filialer samt udveksle tjenesteydelser er, at der ikke er et «fælles europæisk pas» for disse selskaber. Det vil sige, at investeringsservicedirektivet ikke - i modsætning tiu hvad der gælder på det finansielle område i øvrigt - giver mulighed for, at drive sådan virksomhed på basis af en tilladelse fra hjemlandet og under hjemlandets tilsyn. Såfremt sådanne udenlandske selskaber ønsker at drive virksomhed i Danmark, skal det derfor foregå på grundlag af en dansk tilladelse og under et dansk tilsyn.

Kravet om tilladelse og tilsyn for sådanne selskaber er begrundet i, at den virksomhed de udøver er centrale dele af et lands finansielle infrastruktur.

Et velfungerende dansk værdipapirmarked er baseret på, at fondsbørser, clearingcentraler og værdipapircentraler fungerer med en høj grad af sikkerhed, hvorfor man ikke kan tillade, at udenlandske virksomheder kan operere på det danske marked uden tilladelse og tilsyn.»

11.2 Omfanget av konsesjonsplikten

Etter *utvalgets* syn bør konsesjonskravet knyttes til nærmere angitte virksomhetsbeskrivelser. Virksomheten til VPS kan naturlig deles i tre «hoveddeler». For det første driver VPS rettsvernsregister/rettighetsregister for finansielle instrumenter. For det annet driver også VPS avregnings- og oppgjørsvirksomhet ved handel med finansielle instrumenter der handelen inngår i verdipapiroppgjørssystemet (VPO). Videre yter VPS enkelte tilleggstenester utenfor hva som kan karakteriseres som kjerneområdet for virksomheten. Den virksomheten VPS driver pr. i dag er nærmere beskrevet i [\(Link til \)](#) kapittel 6. *Utvalget* er av den oppfatning at drift av rettighetsregisteret og deltakelse i oppgjøret av finansielle instrumenter utgjør «kjernevirksomheten» til dagens VPS. *Utvalget* mener det er kjernevirksomheten som i utgangspunktet skal underlegges en konsesjonsordning. Konsesjonsplikten vil således ikke omfatte tilleggstenester som ytes innenfor gjeldende virksomhetsbegrensning.

Utvalget har lagt til grunn at rettighetsregistrering med de rettsvirkninger som vil følge av verdipapirregisterloven, bør være konsesjonspliktig. Verdipapiroppgjøret, dvs. overføring av finansielle instrumenter fra en konto til en annen, er en del av rettighetsregistreringen. Denne vil derfor naturlig falle inn under kravet til konsesjon.

Utvalget viser til at selv om VPS sin virksomhet i dag omfatter både rettighetsregistrering og avregningsvirksomhet ifm. pengeoppgjøret, vil dette ikke nødvendigvis være situasjonen i fremtiden. VPS eller eventuelle nyetablerte virksomheter kan anse det hensiktsmessig bare å utføre én av disse oppgavene. Det kan for eksempel tenkes at rettighetsregistreringen foretas av en nyetablert institusjon, mens oppgjørs- og avregningsvirksomheten knyttet til finansielle instrumenter utføres av andre, for eksempel en oppgjørsbank. *Utvalget* mener den rettslige reguleringen av virksomheten ikke bør stenge for en organisering som aktørene finner hensiktsmessig. Dersom et verdipapirregister også i fremtiden skal drive avregningsvirksomhet knyttet til pengeoppgjøret, vil slik virksomhet drives av et konsesjonspliktig selskap under tilsyn. Spørsmålet er imidlertid hvorvidt oppgjørs- og avregningsvirksomhet uavhengig av rettighetsregistreringen bør være konsesjonspliktig.

Utvalget viser til at verdipapiroppgjørssystemer vil omfattes av lov 17. desember 1999 nr. 95 om betalingssystemer mv., jf. § 4-1, jf. § 1-2. Loven medfører at oppgjør i et verdipapiroppgjørssystem vil kunne gjennomføres selv om en deltaker i systemet kommer under insolvensbehandling. Reglene innebærer unntak fra de generelle regler om rettsvern i de tilfeller en deltaker kommer under insolvensbehandling. De særskilte regler skal gjelde for systemer med minst tre deltakere. Forslaget bygger på bestemmelser som følger av Rdir. 98/26/EF om endeleg oppgjør i betalingssystem og i oppgjørssystem for verdipapir (oppgjørskravet).

Etter lovens § 4-1 skal de særskilte rettsvernsregler gjelde for «verdipapiroppgjørssystemer etter særskilt godkjenning av Kredittilsynet.» Dette medfører at oppgjørs- og avregningsvirksomhet som omfattes av lov om betalingssystemer, vil være underlagt et krav om offentlig godkjenning. Etter *utvalgets* syn er det hensiktsmessig at samme type virksomhet ikke blir underlagt krav til godkjenning i flere regelsett. *Utvalget* mener i denne sammenheng det er ønskelig å tilstrebe enkelhet i regelverket. *Utvalget* legger til grunn at et verdipapirsystem vil ønske å komme inn under de særskilte rettsvernsregler/motregningsregler som vil følge av lov om betalingssystemer. *Utvalget* antar derfor det i praksis er lite sannsynlig at det vil bli etablert verdipapiroppgjørssystemer som ikke vil være underlagt krav om offentlig godkjenning. Dersom det skulle bli etablert verdipapiroppgjørssystemer med færre enn tre deltakere, kan *utvalget* ikke se at det er behov for et krav om offentlig tillatelse. *Utvalget* foreslår derfor ingen særskilte konsesjonskrav for oppgjørs- og avregningsvirksomhet knyttet til verdipapiroppgjøret, i tillegg til godkjenningsordningen som er nevnt over.

Konsesjonsplikten etter *utvalgets* forslag til lov om registrering av finansielle instrumenter vil dermed omfatte registrering av rettigheter som skal foretas med de rettsvirkninger som følger av lovforslaget.

11.3 Konsesjonsmyndighet, konsesjonssøknad mv

På bakgrunn av VPS' enerett er som nevnt spørsmålet om konsesjon pr. i dag ikke aktuelt. I Sverige er det Finansinspektionen som er konsesjonsmyndighet for verdipapirregistre mens denne myndighet i Danmark er tillagt Finansstilsynet. Finansinspektionen i Sverige og Finansstilsynet i Danmark har tilsvarende oppgaver som Kredittilsynet i Norge.

For børser er konsesjonsmyndigheten tillagt Kongen delegert til Finansdepartementet. Børslovutvalget foreslår i NOU 1999:3 å videreføre denne ord-

ningen. Dette er stort sett i samsvar med hva som gjelder i finansmarkedet for øvrig, dog er konsesjonsmyndigheten for oppgjørssentraler etter verdipapirhandeloven § 6-1 lagt til departementet. *Utvalget* finner det mest formålstjenlig at konsesjonsmyndigheten legges til departementet.

Utvalget foreslår at søknad om konsesjon skal inneholde de opplysninger og dokumentasjon som er nødvendig for at konsesjonsmyndigheten skal kunne vurdere om lovens vilkår for drift av et verdipapirregister er oppfylt. Søker må således dokumentere organisasjonsform, organsammensetning, styremedlemmer og ledelsens egnethet og opplysninger om eierstruktur i selskapet som skal forestå virksomheten, organisering av internkontrollen, mv.

For at konsesjonsmyndighetene skal kunne vurdere hvorvidt foretakets kapital er forsvarlig, bør det etter *utvalgets* syn fremlegges driftsplan for de nærmeste tre år. Denne skal blant annet beskrive planlagt virksomhet og strategi. Foretakets kapital på konsesjonstidspunktet bør kunne dokumenteres ved revisorerklæring.

Konsesjonsmyndighetene må gis rett til å kreve fremlagt ytterligere dokumentasjon dersom det som er fremlagt vurderes som utilstrekkelig for å behandle søknaden. Denne retten er foreslått lovfestet i § 3-2.

For å sikre en effektiv behandling av saken, foreslår *utvalget* at det fastsettes en frist for konsesjonsmyndighetene på seks måneder å ferdigbehandle saken, jf. § 3-2 siste ledd. En slik frist er gitt for konsesjonsbehandlingen av verdipapirforetak, jf. verdipapirhandeloven § 7-3 tredje ledd. Tilsvarende frist er også foreslått av Banklovkommisjonen i NOU 1998:14 om finansforetak i lovforslaget § 3-7 annet ledd, og av Børslovutvalget i utkastet til ny børslov § 2-3 annet ledd. Fristen vil løpe fra det tidspunkt konsesjonsmyndighetene har mottatt den dokumentasjon som er nødvendig for å fatte vedtak i konsesjons-saken.

Utvalget legger til grunn at konsesjonsmyndigheten vil kunne stille vilkår for konsesjonen hvis det anses nødvendig av hensyn til de formål loven skal fremme. Dette anses å følge av alminnelig forvaltningsrett.

Det følger av forvaltningsloven § 24 at vedtaket skal grunngis. Dersom søker får avslag på konsesjonssøknaden, eller det stilles vilkår for konsesjonen, kan vedkommende klage på vedtaket i henhold til forvaltningsloven §§ 28 følgende. Klageinstans er nærmeste overordnet forvaltningsorgan, jf. forvaltningsloven § 28 første ledd, dvs. Kongen i statsråd for vedtak fattet av Finansdepartementet, ev. Finansdepartementet dersom konsesjonsmyndigheten blir delegert til Kredittilsynet.

Børslovutvalget har drøftet hvorvidt det skal kunne gis betinget konsesjon som børs, dvs. med vilkår om at konsesjonspliktig virksomhet ikke kan starte opp før visse vilkår for konsesjonen blir oppfylt. Det heter i Børslovutvalgets innstilling blant annet:

«Kredittilsynet har gitt slike konsesjoner for verdipapirforetak, der f.eks. garantistillelsen ikke er på plass på det tidspunkt konsesjon er gitt. Det har vist seg at slike betingede konsesjoner kan misbrukes, ved at foretak markedsfører seg med at det har konsesjon, men unnlater å opplyse at foretaket ikke har rett til å drive konsesjonspliktig virksomhet. Dette kan være uheldig. På den annen side kan det være praktisk å gi foretak konsesjon dersom bare mindre forhold gjenstår før lovens vilkår er oppfylt, og disse vilkårene vil oppfylles i løpet av kort tid. Potensielle innskytere av kapital kan videre stille vilkår om at foretaket skal ha konsesjon før de er villige til å skyte inn penger i foretaket. Dette kan etter omstendighetene løses ved at konsesjonsmyndighet-

ene gir uttrykk for at konsesjon vil kunne gis når kapitalen er på plass, gitt at øvrige vilkår allerede er oppfylt. Man trenger således ikke benytte seg av fremgangsmåten med betinget konsesjon. Utvalget finner det imidlertid ikke hensiktsmessig å umuliggjøre at konsesjonsmyndighetene gir betingede konsesjoner. Det bør imidlertid utvises forsiktighet med bruken av slike konsesjoner. Det bør bare benyttes der det ut fra en hensiktsmessighetsvurdering finnes formålstjenlig og forsvarlig. Slike konsesjoner bør i tilfelle alltid inneholde tidsfrister for når spesifikke vilkår må være oppfylt, slik at konsesjonen automatisk trekkes tilbake dersom forholdet ikke er avklart innen fristen.»

Utvalget slutter seg til de vurderinger som er gjort av Børslovutvalget vedrørende adgangen til å gi betinget konsesjon. *Utvalget* har derfor ikke foreslått et forbud mot betinget konsesjon.

11.4 Vilkår for konsesjon

11.4.1 Innledning

Som nevnt foreslår et flertall i utvalget at et verdipapirregister skal organiseres som aksjeselskap. Etter flertallets syn bør kravet om organisering som aksjeselskap også gjelde for VPS. Et mindretall foreslår at verdipapirregister også skal kunne organiseres som selveiende institusjon. Et samlet utvalg er av den oppfatning at organiseringen av verdipapirregistreringsvirksomhet i størst mulig grad bør følge av alminnelige selskapsrettslige regler. *Utvalget* har derfor forsøkt, så langt det har vært ansett hensiktsmessig, å la den selskapsrettslige reguleringen av verdipapirregistre følge av den nye aksjelovgivningen.

11.4.2 Selskapsform og forretningssted

11.4.2.1 Selskapsform

Flertallet i utvalget har i kapittel 10 kommet til at et verdipapirregister skal organiseres som aksjeselskap. Når det gjelder aksjeselskapsformen er det et særlig spørsmål hvorvidt selskapet skal organiseres som allmennaksjeselskap eller som aksjeselskap. *Utvalget* viser til at oppgjørssentraler og verdipapirforetak skal organiseres som allmennaksjeselskap, og til at dette også er foreslått for børser. I Ot.prp. nr. 29 (1996-97) side 120 la departementet blant annet vekt på at de mer restriktive regler om selskapsorganer mv. som følger av allmennaksjeloven burde gjelde for oppgjørssentraler. Organisering som allmennaksjeselskap medfører videre at selskapet har anledning til å innhente kapital ved emisjoner rettet mot allmennheten, jf. begrensningen for aksjeselskaper i aksjeloven § 10-1 første ledd tredje punktum. Utvalget legger videre vekt på at allmennaksjeloven stiller strengere krav til aksjekapital enn hva som gjelder for private aksjeselskap. Utvalget antar dette har betydning uavhengig av de særskilte krav som stilles til dekning av et verdipapirregisters mulige ansvar, jf. kapittel 20. På bakgrunn av det ovennevnte foreslår utvalget at verdipapirregistreringsvirksomhet bare kan drives av allmennaksjeselskap (ASA). Det vises til utkastet § 3-1 annet ledd.

11.4.2.2 Forretningssted

Krav om forretningssted i Norge følger forutsetningsvis av allmennaksjeloven § 2-2 (1) nr. 3.

11.4.3 Organer

11.4.3.1 Generalforsamling

Etter gjeldende lovgivning er representantskapet VPS' øverste organ, jf. vpsl. § 2-5 første ledd og pkt. 10.1.

Generalforsamlingen er et allmennaksjeselskaps øverste organ, der aksjeeierne utøver sitt eierskap i selskapet. Generalforsamlingens oppgaver og myndighet fremgår av asal. [\(Link til \)](#) kapittel 5. Generalforsamlingen er i utgangspunktet overordnet andre selskapsorganer, og har kompetanse til å behandle spørsmål som de underordnede organer kan behandle eller allerede har behandlet, med mindre annet er bestemt i lov eller vedtekter. Dersom selskapet har bedriftsforsamling gjelder det enkelte begrensninger i generalforsamlingens myndighet, jf. asal. § 5-1 annet ledd. Utvalget har ikke funnet grunn til å foreslå særregler for generalforsamlingen utover de regler som følger av asaloven.

11.4.3.2 Bedriftsforsamling

Asaloven har regler om når foretak har plikt til å ha bedriftsforsamling, og særregler for selskaper som har slikt organ. Et selskap med mer enn 200 ansatte skal ha en *bedriftsforsamling*, jf. asal. § 6-35. Generalforsamlingen velger 2/3 av bedriftsforsamlingen, mens de ansatte velger 1/3. Selskapet kan avtale med de ansatte, eller deres fagforeninger, at selskapet ikke skal ha bedriftsforsamling. Videre kan det i selskapets vedtekter bestemmes at foretaket skal ha bedriftsforsamling selv om dette ikke er lovpålagt.

I de selskaper der det er bedriftsforsamling er det denne som velger styret og dets leder, jf. asal. § 6-37 første ledd. Bedriftsforsamlingen skal føre tilsyn med styrets og daglig leders forvaltning av selskapet. Bedriftsforsamlingen skal avgi uttalelser til generalforsamlingen om styrets forslag til resultatregnskap og balanse skal godkjennes, og om styrets forslag til anvendelse av overskudd eller dekning av tap. Videre fatter bedriftsforsamlingen avgjørelser i saker om betydelige investeringer og om rasjonalisering eller omlegging av driften som har betydning for arbeidsstyrken. Formålet med bestemmelsene er å gi ansatte innflytelse. I de nye aksjelovene er det ikke regler om representantskap. For finansforetak foreslår Banklovkommisjonen i NOU 1998:14 bestemmelser om et organ med tilsvarende oppgaver som bedriftsforsamlingen, som i lovforslaget kalles foretaksforsamling. I motsetning til asaloven, hvor utgangspunktet er at foretak med flere enn 200 ansatte skal ha bedriftsforsamling med mindre annet er avtalt med de ansatte eller fagforeninger som representerer to tredeler av de ansatte, er utgangspunktet i lovutkastet om finansforetak at foretaket ikke skal ha foretaksforsamling med mindre dette avtales med de ansatte eller fagforeningene. For øvrig har de ansatte etter asal. § 6-4 rett til å velge styremedlem(mer) dersom selskapet ikke har bedriftsforsamling og selskapet har flere enn 30 ansatte.

Børslovutvalget foreslår ikke særregler om bedriftsforsamling for børser. Børslovutvalget har vist til Banklovkommisjonens forslag som et aktuelt alternativ, men har ikke foreslått å lovfeste dette. Børslovutvalget har vist til at bedriftsforsamling kan ha visse ulemper som må avveies mot formålet med slikt organ. Det vises blant annet til at det er større risiko for spredning av konfiden-

sielle opplysninger når disse skal behandles av et såvidt stort organ som en bedriftsforsamling. I følge Børslovutvalget kan det, i saker som gjelder foretakets virksomhet, også være uklart om beslutningskompetansen ligger til bedriftsforsamling eller styret. Det er vist til at det er bedriftsforsamlingen som etter forslag fra styret skal treffe vedtak i saker som gjelder «investeringer av betydelig omfang i forhold til selskapets ressurser», og «rasjonalisering eller omlegging av driften som vil medføre større endring eller omdisponering av arbeidsstyrken», jf. asal. § 6-37 fjerde ledd.

Etter *utvalgets* syn er det heller ikke behov for å lovfeste særregler for bedriftsforsamling for verdipapirregistre, utover de regler som følger av asaloven. *Utvalget* viser i denne sammenheng til børslovutvalgets vurderinger som *utvalget* i det vesentlige slutter seg til.

11.4.3.3 Styret

Asal. [\(Link til\)](#) kapittel 6 inneholder regler om styret. Etter asal. § 6-3 (1) velges styret av generalforsamlingen. I følge gjeldende vpslov velges styret av representantskapet.

Styrets sammensetning

Styret i allmennaksjeselskap skal etter asal. § 6-1 ha minst tre medlemmer. Styret velges av generalforsamlingen. Etter gjeldende vpslov skal styret ha syv medlemmer med varamedlemmer, og fire av styrets syv medlemmer skal representere kontoførerne. *Utvalget* viser til at Banklovkommisjonen i NOU 1998:14 foreslår at styret i finansforetak (unntatt datterselskap i finansforetak) skal ha minst fem medlemmer. Dette er en videreføring av dagens krav til styret i forretningsbanker. Med de funksjoner, virksomhet og den samfunnsmessige betydning verdipapirregistre må forventes å ha, kan det etter *utvalgets* oppfatning være behov for et større styre enn asalovens minimum. *Utvalget* foreslår derfor at styret i et verdipapirregister skal bestå av minst fem medlemmer. Krav om at styret skal bestå av minst 5 medlemmer er foreslått også for børser, jf. NOU 1999:3, utkastet § 3-3. Det enkelte verdipapirregister må imidlertid ut fra sin situasjon vurdere om det for eksempel ut fra risiko for at styret på grunn av habilitetsmangler ikke skal være vedtaksdyktig, skal vedtektsfestes et høyere antall.

Styrets oppgaver

Styrets oppgaver er angitt i gjeldende vpsl. § 2-8. Styret skal sammen med administrerende direktør sørge for en tilfredstillende organisering og drift av VPS' virksomhet, i samsvar med reglene i vpsloven, vedtektene og vedtak gitt av representantskapet. Videre ansetter styret administrerende direktør og fastsetter dennes godtgjørelse. For allmennaksjeselskaper er styrets oppgaver angitt i asal. § 6-12 og § 6-13. Bestemmelsene lyder:

«§ 6-12 Forvaltningen av selskapet

Forvaltningen av selskapet hører under styret. Styret skal sørge for forsvarlig organisering av virksomheten.

Styret skal fastsette planer og budsjetter for selskapets virksomhet. Styret kan også fastsette retningslinjer for virksomheten.

Styret skal holde seg orientert om selskapets økonomiske stilling og plikter å påse at dets virksomhet, regnskap og formuesforvaltning er gjenstand for betryggende kontroll.

Styret iverksetter de undersøkelser det finner nødvendig for å kunne utføre sine oppgaver. Styret skal iverksette slike undersøkelser dersom dette kreves av ett eller flere av styremedlemmene.

Hvis det er avtalt at selskapet ikke skal ha bedriftsforsamling, jf. p§ 6-35 annet ledd, har styret den myndighet som fremgår av p§ 6-37 fjerde ledd.

§ 6-13 Styrets tilsynsansvar

Styret skal føre tilsyn med den daglige ledelse og selskapets virksomhet for øvrig.

Styret kan fastsette instruks for den daglige ledelse.

I selskaper som bare har én aksjeeier, skal styret sørge for at avtaler mellom selskapet og aksjeeieren nedtegnes skriftlig.»

Utvalget anser asalovens regler om styrets ansvar og oppgaver for å være anvendelig også for verdipapirregistre. *Utvalget* foreslår derfor ikke særregler om dette i lovutkastet.

Etter asaloven kan daglig leder ikke velges til styreleder. Loven forhindrer ikke daglig leder fra å være medlem av styret. Banklovkommisjonen har i NOU 1998:14 foreslått at daglig leder ikke skal kunne være medlem av styret i finansforetak. I begrunnelsen (side 94) heter det:

«Bakgrunnen for forslaget er et ønske om å gi styret en mer selvstendig stilling i forhold til den daglige ledelse i foretaket. Dagens ordning med at daglig leder i enkelte finansinstitusjoner skal være medlem av styret kan skape uklare kompetanse- og ansvarsforhold mellom styret og daglig leder. Det kan være vanskelig for styret å foreta en uavhengig vurdering av arbeidet til den daglige ledelse når daglig leder selv er styremedlem.»

Utvalget mener de samme hensyn gjør seg gjeldende i forhold til verdipapirregistreringsvirksomhet og foreslår derfor at daglig leder ikke kan være medlem av styret. Det vises til at det følger av asal. § 6-19 fjerde ledd at «daglig leder har rett og plikt til å delta i styrets behandling av saker og til å uttale seg, med mindre annet er bestemt av styret i den enkelte sak».

Utvalget antar at det ikke er behov for særregler for ansatterepresentasjon i styret utover de ordinære regler i asal. §§ 6-4 og 6-5. De ansatte vil da ha rett til å velge et antall styremedlemmer og observatører som avhenger av antall ansatte, dersom verdipapirregisteret ikke har bedriftsforsamling, og har mer enn 30 ansatte. Har verdipapirregisteret flere enn 200 ansatte og ikke bedriftsforsamling, er det dessuten en plikt til å ha ansatterepresentanter i styret, uavhengig av de ansattes eget ønske.

Egnethetskrav

I reguleringen av institusjoner som er aktører i finansmarkedet, er det som hovedregel stilt særlige krav i loven til styremedlemmenes og ledelsens kvalifikasjoner. Det er gitt regler om dette i verdipapirhandeloven § 6-1 for oppgjørssentraler, § 7-2 for verdipapirforetak, § 8 i forretningsbankloven, § 3 i sparebankloven og § 3-3 i finansieringsvirksomhetsloven. Etter Banklovkommisjonens forslag til ny lov om finansforetak § 3-9 skal tillatelse etter loven nektes blant annet dersom

«<...> styremedlemmene, daglig leder eller andre personer som skal delta i ledelsen av virksomheten eller deler av denne:

- a) ikke kan antas å ha de nødvendige kvalifikasjoner og yrkeserfaring til å utøve stillingen eller vervet, eller
- b) ved straffbart forhold eller annen utilbørlig atferd gir grunn til å anta at stillingen eller vervet ikke vil kunne ivaretas på forsvarlig måte»

Om oppgjørssentral heter det i verdipapirhandeloven § 6-1 tredje ledd at «Den som faktisk leder oppgjørsvirksomheten skal ha relevant erfaring og ha ført en hederligandel».

Tilsvarende regler er for verdipapirregistre gitt i dansk og svensk rett, og er foreslått av Børslovutvalget i utkastet til ny børslov § 3-3 annet ledd. Om begrunnelsen uttaler Børslovutvalget i NOU 1999:3 blant annet (side 186):

«På bakgrunn av børsens samfunnsmessige betydning anser utvalget det som viktig at ledelsen i en børs har den nødvendige erfaring og kvalifikasjoner, og at den enkelte har ført en godandel som borger for vedkommendes integritet. Utvalget mener derfor at regler om egnethetsvurdering av ledelsen slik det er for finansinstitusjoner, oppgjørssentraler og verdipapirforetak også bør gjelde for børser. Med dette oppnås ensartede regler som følge av sammenfallende bakenforliggende hensyn. Det vises til utvalgets utkast til § 3-3 annet ledd.»

Utvalget legger til grunn at disse synspunktene kan gjøres gjeldende også for verdipapirregistreringsvirksomhet, og foreslår at tilsvarende regler gis for verdipapirregistre. Etter *utvalgets* syn bør egnethetskravet også komme til anvendelse ved endringer i styrets sammensetning (og ved endring av daglig ledelse, jf. nedenfor). *Utvalget* foreslår derfor en regel om at et verdipapirregister skal gi Kredittilsynet melding ved endring av styrets sammensetning, skifte av daglig leder eller andre personer som faktisk deltar i ledelsen av virksomheten. Videre gis Kredittilsynet kompetanse til å gi pålegg om at endringer ikke skal iverksettes dersom denne kan antas å medføre at egnethetskravet ikke lenger er oppfylt. Det vises til utkastet § 4-2.

11.4.3.4 Daglig ledelse

Etter gjeldende vpsl. § 2-10 skal VPS ha en «administrerende direktør som skal forestå den daglige ledelse av Verdipapirsentralens virksomhet. Administrerende direktør skal følge de retningslinjer og pålegg som representantskapet og styret gir». Bestemmelsen i dagens vpsl. § 2-10 tilsvarer i hovedsak tilsvarende aksjerettslige bestemmelser om daglig leder. Etter asaloven skal allmennaksjeselskap ha daglig leder som står for den daglige ledelse av selskapet, jf. lovens § 6-2 og § 6-14.

Utvalget foreslår ingen særregler for så vidt gjelder den daglige ledelse i forhold til det som gjelder etter asaloven.

Utvalget har ovenfor i pkt. 11.4.3.3 foreslått krav til kvalifikasjoner ogandel for medlemmer av styret. Ansettelse av daglig ledelse vil normalt tilligge styret. *Utvalget* antar elementer som et egnethetskrav omfatter, vil bli hensyntatt i ordinære tilsettingsprosesser. På samme måte som for finansinstitusjoner, oppgjørssentraler og verdipapirforetak, anser *utvalget* det likevel hensiktsmessig at det også stilles krav til kvalifikasjoner ogandel for den daglige ledelse. Tilsvarende er foreslått av Børslovutvalget i utkastet til ny børslov § 3-3 annet ledd. *Utvalget* foreslår derfor at de krav til kvalifikasjoner ogandel

som er foreslått for styremedlemmer skal gjelde tilsvarende for daglig leder og andre som faktisk deltar i ledelsen av selskapet. Egnethetskravet vil også gjelde ved endringer i den daglige ledelse, jf. ovenfor pkt. 11.4.3.3. Det vises til lovutkastet § 4-2.

11.4.3.5Kontrollkomité

VPS skal etter gjeldende lov § 2-11 ha en kontrollkomité. Kontrollkomitéen skal føre tilsyn med styrets disposisjoner, kontrollere at reglene som er fastsatt for virksomheten blir fulgt, og vurdere virksomheten ut fra et sikkerhetsmessig synspunkt. Det gjelder pr. i dag et lovmessig krav til kontrollkomité for kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper og oppgjørssentraler. Banklovkommisjonen har vurdert ordningen i NOU 1998:4 Finansforetak side 96 følgende, og konkluderer med at ordningen ikke bør videreføres for finansinstitusjoner. Gjeldende børslov har ikke et lovpålagt krav om kontrollkomité, men Børslovutvalgets flertall foreslår at børser skal ha kontrollkomité valgt av generalforsamlingen. Børslovutvalget uttaler i NOU 1999:3 blant annet (side 189):

«Utvalget viser til at de lovbestemte kontrollkomitéene for henholdsvis Verdipapirsentralen og Norsk Oppgjørssentral ASA synes å fungere bra. På samme måte som disse institusjonene har børsen en særpreget og egenartet virksomhet og risiko. Særlig gjelder dette de tekniske risikoelementer med hensyn til elektroniske handelssystem, samt ansvar for levering av markeds- og kursinformasjon. Svikt i de tekniske systemer til en børs vil kunne få stor betydning for verdipapirmarkedet generelt. På den annen side har børsen ikke risiko knyttet til forvaltning av kundemidler, og fyller ikke en monopolfunksjon slik for eksempel Verdipapirsentralen gjør, i den forstand at omsetningen av finansielle instrumenter kan finne sted utenom børs eller på andre markeds plasser. Utvalgets flertall finner at børsens egenart og avhengighet av tekniske systemer tilsier at børser bør ha kontrollkomité. Dette kan også bidra til børsens tillit i markedet.»

Flertallet (alle unntatt *Øiulfstad*) ser ikke behov for en ordning med kontrollkomité. Etter *flertallets* syn vil de regler om tilsyn, internkontroll mv. som foreslås være tilstrekkelig til at et verdipapirregister organiseres og drives på en forsvarlig måte. *Flertallet* mener systemet med kontrollkomité vil kunne medføre en pulverisering av ansvar som i utgangspunktet tilligger andre selskapsorganer. *Flertallet* viser videre til at Banklovkommisjonen ikke går inn for at ordningen med kontrollkomité videreføres. Banklovkommisjonen uttaler i NOU 1998:4 (side 96) blant annet:

«Kommisjonen har vurdert om det fortsatt er behov for å kreve at finansinstitusjoner/finansforetak skal ha egen kontrollkomité eller om disse oppgavene kan utføres av andre. Erfaringene med kontrollkomitéer er varierende. Det har vist seg at kontrollkomitéen i en del tilfeller har vært svært knyttet til og avhengig av institusjonens administrasjon. Dette kan føre til at komitéen bare vurderer de saker som administrasjonen legger frem, og i liten grad på selvstendig grunnlag vurderer institusjonens samlede virksomhet. Den objektive kontrollfunksjonen som en kontrollkomité skal ha vil da svekkes. På den annen side er det blitt hevdet at kontrollkomitéen i enkelte tilfeller har vært så aktiv og detaljorientert i sin kontroll og oppfølging av styrets arbeid, at styret har følt dette som utidig innblanding i styrets ordinære oppgaver. Mot en ordning med kontrollkomité er det også

anført at det er en særnorsk ordning. Som det fremgår av [\(Link til\)](#) kapittel 7.4, har verken EU eller noen av de andre nordiske landene stilt krav om at finansinstitusjoner/finansforetak skal ha en kontrollkomitéordning e.l. Det er også blitt anført at finansinstitusjoner/finansforetak i forhold til andre selskaper er underlagt omfattende offentlig tilsyn, og at behovet for ytterligere kontroll derfor ikke anses nødvendig. Videre er det anført at kravet om kontrollkomitéer er ressurskrevende sett i forhold til utbytte av ordningen.»

Flertallet slutter seg til disse synspunktene, og går inn for at det ikke gis regler om kontrollkomité.

Mindretallet (Øiulfstad) mener en kontrollkomité kan ses som et særskilt sikkerhetsorgan som skal påse at virksomheten drives forsvarlig. *Mindretallet* antar at hensynet til virksomhetens særpreg og tekniske egenart som er vektlagt av Børslovutvalget også kan anses å gjelde for et verdipapirregister, og slutter seg i det vesentligste til de vurderinger som er gjort av Børslovutvalget og i Ot.prp. nr. 29 (1996-97) side 119. *Mindretallet* går derfor inn for et krav om at et verdipapirregister skal ha kontrollkomité valgt av generalforsamlingen, og at generalforsamlingen fastsetter kontrollkomitéens instruks.

11.4.4 Vedtekter

Det følger av asal. § 2-2 at et allmennaksjeselskap skal ha vedtekter. *Utvalget* foreslår at selskapets vedtekter, herunder endringer i disse, skal godkjennes av departementet, jf. utkastet § 4-3. Det foreslås videre at departementet skal kunne gi nærmere regler om vedtektenes innhold og godkjenning.

11.4.5 Internkontroll

Finansinstitusjoner, Verdipapirsentralen, oppgjørssentraler og forvaltnings-selskaper for verdipapirfond er i dag underlagt forskrift 20. juni 1997 nr 1057 om klargjøring av kontrollansvar, dokumentasjon og bekreftelse på den interne kontroll. Forskriften er fastsatt av Kredittilsynet, med hjemmel i kredittilsynsloven § 4. Forskriften pålegger foretakenes styre å påse at den interne kontroll i foretaket er sikret. Styret skal fastsette prinsipper for internkontroll, påse at internkontroll blir etablert, påse at internkontrollen gjennomføres og at kontrollen dokumenteres. I NOU 1998:14 Finansforetak, er disse prinsippene nedfelt i kommisjonens forslag til ny lov om finansforetak § 5-13, som lyder:

«(1) Styret skal fastsette retningslinjer for internkontroll, og forvisse seg om at internkontrollen etableres og gjennomføres på en forsvarlig måte i samsvar med styrets retningslinjer og pålegg. Kredittilsynet kan gi nærmere bestemmelser om gjennomføringen av internkontroll.

(2) Daglig leder skal sørge for at internkontroll etableres og gjennomføres i henhold til lov og forskrifter, samt styrets vedtatte retningslinjer og pålegg.»

Børslovutvalget har foreslått en tilsvarende regel for børser, jf. utkastet til ny børslov § 3 -7. Etter *utvalgets* syn vil det være hensiktsmessig med lovregler om internkontroll også for verdipapirregistre. Etter *utvalgets* mening vil skjerpet fokus på styrets ansvar for internkontrollen sikre hensynet til en forsvarlig drift og internorganisering innenfor gjeldende regulering. Det vises til utkastet § 4-4.

11.4.6 Regnskap og revisjon

11.4.6.1 Regnskap

VPS er i dag regnskapspliktig etter lov av 17. juli 1998 nr. 56 om regnskapsplikt mv. (regnskapsloven) § 1-2 nr. 5. Regnskapsloven pålegger videre alle aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper å føre regnskap. Regnskapslovens regler skiller mellom store og små foretak. Små foretak er underlagt mindre strenge krav til blant annet årsregnskap og årsberetning, jf. [\(Link til\)](#) kapittel 3, regnskapsprinsipper, [\(Link til\)](#) kapittel 4, vurderingsregler, jf. [\(Link til\)](#) kapittel 5, resultatregnskap, jf. [\(Link til\)](#) kapittel 6, noteopplysninger, jf. [\(Link til\)](#) kapittel 7. Som store foretak regnes alle allmennaksjeselskaper, foretak som har børsnoterte aksjer, andeler eller grunnfondsbevis og selskaper som etter departementets beslutning anses å ha en særlig samfunnsøkonomisk betydning, jf. § 1-5. Etter *utvalgets* forslag skal verdipapirregistre organiseres som allmennaksjeselskap og vil således være regnskapspliktig etter reglene for store foretak. *Utvalget* antar det ikke vil være behov for særregulering av regnskapsplikten til et verdipapirregister.

11.4.6.2 Revisjon

Revisors stilling er regulert i lov 15. januar 1999 nr. 2 om revisjon og revisorer, og for allmennaksjeselskaper også i asal. [\(Link til\)](#) kapittel 7. Det følger av revisorloven § 2-1 at regnskapspliktige etter regnskapsloven § 1-2 første ledd skal påse at årsregnskapet revideres av registrert eller statsautorisert revisor. I bestemmelsens annet ledd er det gitt unntak dersom driftsinntektene av den samlede virksomheten er mindre enn 5 millioner kroner. Unntaket gjelder ikke selskaper organisert som allmennaksjeselskap.

11.5 Kapitalkrav

Gjeldende vpslov inneholder ikke kapitalkrav for VPS. Dette må imidlertid ses i sammenheng med bestemmelsen i vpsl. § 2-2 annet ledd der det heter at «dersom Verdipapirsentralen ikke selv kan dekke en kreditor, kan Verdipapirsentralen kreve at forpliktelsen dekkes av kontoførerne».

Etter den danske værdipapirhandeloven § 8 er det vilkår om at «fonds-børser, clearingsentraler og værdipapircentraler» har en aksjekapital som minst utgjør 40 millioner kroner. «Værdipapircentraler» må i tillegg ha en kapitalberedskap på 1 milliard kroner, jf. lovens § 82. I den svenske kontoföringslagen § 4 kreves det at en «central värdepappersförvarare» som er aksjeselskap skal ha en bunden egenkapital som er tilstrekkelig stor med hensyn til «verksamhetens art och omfattning». Det kan videre gis nærmere forskrifter om størrelsen på den bundne egenkapitalen.

Et allmennaksjeselskap skal etter asal. § 3-1 ha en aksjekapital på minst 1 million norske kroner. Etter asal. § 3-4 skal selskapet til enhver tid ha en egenkapital som er forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av virksomheten i selskapet. Lovens § 3-5 fastsetter handleplikt for styret dersom det må antas at egenkapitalen er lavere enn forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av virksomheten i selskapet.

For andre institusjoner i finansmarkedet, som bank, finansieringsforetak, forsikringsselskap, verdipapirforetak og oppgjørssentral, er det lovfestede kapitalkrav i tillegg til de krav som følger av allmennaksjeloven. Børslovutvalgets flertall foreslår en regel om at børser, i tillegg til et forsvarlighetskrav, må

ha en ansvarlig kapital som til enhver tid overstiger 730 000 euro. Dette har sammenheng med at Børslovutvalget har lagt til grunn at børsvirksomhet ville, dersom det ikke hadde vært regulert i egen lov, vært investeringstjeneste etter verdipapirhandelloven § 1-2 første ledd nr. 1. I henhold til verdipapirhandelloven § 8-9 første ledd skal et verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon ha en startkapital på et beløp i norske kroner som minst svarer til 730 000 euro. Kredittinstitusjoner skal ha en startkapital på et beløp tilsvarende 5 millioner euro.

Etter *utvalgets* syn må eventuelle kapitalkrav begrunnes og vurderes ut fra den risiko virksomheten medfører. I følge *utvalgets* forslag skal et verdipapirregister ikke ta motpartsrisiko ved oppgjøret knyttet til handel ved finansielle instrumenter. Med unntak av risikoen for å pådra seg erstatningsansvar vil normalt ikke verdipapirregisterets risiko være spesiell i forhold til annen type virksomhet. Risikoen for erstatningsansvar er nærmere omtalt i kapittel 20, og foreslås etter utvalgets utkast å skulle dekkes ved forsikring eller annen garantistillelse. Videre vil et verdipapirregister etter forslaget være underlagt tilsyn av Kredittilsynet. *Utvalget* foreslår på denne bakgrunn at det i loven kun gis et forsvarlighetskrav med hensyn til størrelsen på egenkapitalen.

11.6 Endring og tilbakekall av konsesjon

Etter verdipapirhandelloven § 12-5 kan Kredittilsynet på visse vilkår helt eller delvis tilbakekalle en tillatelse gitt etter § 7-1 til å yte investeringstjenester. Bestemmelsen lyder:

«Kredittilsynet kan helt eller delvis tilbakekalle tillatelse til å yte investeringstjenester dersom verdipapirforetaket:

1. ikke gjør bruk av tillatelsen innen tolv måneder, gir uttrykkelig avkall på tillatelsen eller har opphørt å yte investeringstjenester i mer enn seks måneder,
2. har fått tillatelsen ved hjelp av uriktige opplysninger eller andre uregelmessigheter,
3. ikke lenger oppfyller de vilkår som ble stilt for tillatelsen, herunder kravene til ansvarlig kapital,
4. foretar alvorlige eller systematiske overtredelser av bestemmelser gitt i eller i medhold av lov,
5. gjør seg skyldig i mislige forhold som gir grunn til å frykte at en fortsettelse av virksomheten kan skade allmenne interesser, eller
6. ikke etterkommer pålegg gitt i medhold av § 12-4.

Dersom tillatelsen til et foretak som driver virksomhet i en annen EØS-stat tilbakekalles, skal vedkommende myndigheter i vertsstaten underrettes.»

En tilsvarende regel er foreslått av Børslovutvalget i utkastet til ny børslov § 2-4. Etter utvalgets syn er det hensiktsmessig at vedkommende forvaltningsorgan som gis myndighet til å tildele konsesjon, også gis myndighet til å trekke konsesjonen tilbake. Etter omstendighetene kan også mindre inngripende tiltak enn tilbakekall være aktuelt, f.eks. endring av konsesjonen, nye vilkår mv. Regler om endring og tilbakekall av konsesjon er foreslått i utkastet § 3-3.

Konsesjonsmyndigheten bør etter *utvalgetssyn* ha adgang til å trekke tilbake konsesjoner som ikke er i bruk. *Utvalget* mener videre at konsesjoner

som ikke tas i bruk i løpet av 12 måneder, eller der konsesjonen har vært i bruk men ikke er brukt i løpet av de siste 6 måneder, bør kunne trekkes tilbake.

Videre bør konsesjon kunne trekkes tilbake dersom konsesjonen er gitt på gale premisser, for eksempel der det er gitt feilaktige opplysninger i konsesjonssøknaden. Etter omstendighetene må konsesjonsmyndighetene kunne se an situasjonen i slike tilfeller. Der feilen ikke beror på en bevisst feil, bør konsesjonsmyndighetene kunne vurdere å godta at feilen rettes opp.

Dersom lovens vilkår for konsesjon ikke lenger er oppfylt, er det *utvalgets* syn at konsesjonen i utgangspunktet skal trekkes tilbake straks. Dette gjelder f.eks. dersom verdipapirregisteret ikke lenger har en ledelse eller et kapitalgrunnlag som oppfyller lovens forutsetninger. Konsesjonsmyndighetene må imidlertid etter omstendighetene kunne gi foretaket en frist for å rette på forholdet, dersom dette anses forsvarlig utfra hensynet til foretaket selv, dets kunder og verdipapirmarkedet for øvrig.

Også andre alvorlige brudd på relevant lovgivning vil kunne medføre tilbakekall av konsesjon. Slik inndragning kan være aktuelt dersom foretaket, et styremedlem, daglig leder eller annen person som deltar i ledelsen av virksomheten foretar alvorlige eller systematiske overtredelser av bestemmelser gitt i eller i medhold av verdipapirmarkedslovgivningen. Beslutning om tilbaketrekning vil blant annet være avhengig av overtredelsens grovhet, eller om forholdet er et enkeltstående tilfelle eller ikke.

Utvalget mener videre at konsesjonen skal kunne trekkes tilbake dersom foretaket begår mislige forhold som gir grunn til å frykte at en fortsettelse av virksomheten kan skade allmennhetens interesser. Dette vil typisk være forhold som skader tilliten til verdipapirmarkedet, eller forhold som konkret kan sette verdipapirmarkedet i fare for en systemkrise, f.eks. slik at verdipapiroppgjøret stanser opp.

Konsesjonen skal også kunne trekkes tilbake der foretaket ikke etterkommer pålegg fra tilsynsmyndighetene.

Kapittel 12

Eierbegrensningsregler

12.1 Innledning

Etter gjeldende rett er VPS en selveiende institusjon, jf. vpsl. § 2-1. Som nevnt er selveiende institusjoner blant annet kjennetegnet ved at de er organisert som stiftelser hvor det ikke kan utøves alminnelig eierinteresse i kapitalen. Det har således ikke vært aktuelt å etablere eierbegrensningsregler for VPS. Dersom VPS, eller eventuelle nyetablerte verdipapirregistre, organiseres i aksjeselskapsform aktualiseres spørsmålet om det skal stilles lovmessige krav til eierspredning. Spørsmålet om eierbegrensninger har også en side mot virksomhetsreglene. Dersom en potensiell eier er underlagt virksomhetsregler, er det uavhengig av eventuelle eierbegrensningsregler et spørsmål om virksomhetsreglene er til hinder for at denne eier annen virksomhet. Det vil i så tilfelle kunne være aktuelt med en eierbegrensning på en viss prosent, med et unntak for 100 prosent eierskap av visse institusjoner. Et slikt system benyttes i finansieringsvirksomhetsloven der hovedregelen er en eierbegrensning på 10 prosent, med unntak for enkelte konsernmodeller gjennom heleide datterselskaper.

12.1.1 Eierbegrensningsregler for andre institusjoner i finansmarkedet

En rekke norske institusjoner i finansmarkedet er underlagt eierbegrensninger. Eierbegrensningsregler er gitt for å sikre eierspredning i institusjonene. Begrunnelsen for eierspredning er et ønske om å forhindre maktkonsentrasjon i institusjoner som har vesentlig samfunnsmessig betydning, og et ønske om å sikre en hensiktsmessig konkurransestruktur. Slike regler er gitt bl.a. for kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper og oppgjørssentraler.

For finansinstitusjonene er hovedregelen at ingen kan eie mer enn 10 prosent av aksjene i en slik institusjon, jf. finansieringsvirksomhetsloven § 2-2 første ledd. Det er gitt unntak fra denne hovedregelen. Unntakene refererer seg i hovedsak til tilfeller der en finansinstitusjon eier 100 prosent av en annen finansinstitusjon. Grovt sett kan man således si at en finansinstitusjon kan eie 10 prosent eller 100 prosent av en annen finansinstitusjon, mens ingen kan eie mer enn 10 prosent, med mindre særlige grunner tilsier dette.

I NOU 1998:14 Finansforetak mv. har Banklovkommissjonen tatt som utgangspunkt at «hovedregelen om maksimalt 10 prosent eierandel ligger fast». Banklovkommissjonen uttaler i NOU 1998:14 om hensynene bak eierbegrensningsreglene blant annet (side 62):

«Begrunnelsen for å begrense finansinstitusjoners adgang til å eie andre finansinstitusjoner har først og fremst vært faren for at sammenvevde eierforhold kan svekke konkurransen. Finansinstitusjoner som har eierposisjoner i hverandre vil i større eller mindre grad kunne opptre som en gruppe. Dette kan føre til at det blir færre uavhengige aktører som tilbyr de samme finansielle tjenestene, noe som kan svekke konkurransen. For andre enn finansinstitusjoner har begrunnelsen særlig vært ønsket om å unngå at enkeltpersoner eller enkeltelskaper kontrollerer en finansinstitusjon og muligheten for uheldig kredit-

tgivning til store aksjonærer eller til deres forretningsforbindelser, samt hensynet til maktspredning og institusjonenes uavhengighet. Betydelige eierinteresser i en finansinstitusjon vil lett skape et forhold mellom finansinstitusjonen og aksjeeieren som gjør at eieren eller dens forretningsforbindelser får bedre behandling enn andre kunder, herunder at eieren vil kunne bli underlagt en lempeligere kredittvurdering.»

Banklovkommisjonen drøfter imidlertid også hensynene mot eierbegrensningsreglene for finansinstitusjoner. Det heter blant annet (side 101):

«Enkelte medlemmer har fremhevet at eierbegrensningsregelen medfører at eiernes motivasjon om profittmaksimering reduseres ved spredt eierskap, og at en på denne måten kan få et effektivitetstap. Mot dette er det blitt anført at hovedpoenget med eierbegrensningsregelen nettopp har vært at enkeltpersoner eller enkeltselskaper ikke skal få en dominerende innflytelse over finansnæringen generelt eller en enkelt finansinstitusjon spesielt.

[...]

Stortingets granskningskommisjon for bankkrisen (Smith-kommisjonen) omtaler betydningen av aktivt eierskap, jf. rapporten ([Link til Unntak fra eierbegrensningsreglene](#)) kapittel 12.2.3. Smith-kommisjonen er bl.a. inne på at gjeldende eierbegrensningsregel kan bidra til å redusere enkeltaksjonærenes motivasjon for å gå sterkt inn i styringen av den enkelte bank. Det påpekes også at ordningen kan hindre at den enkelte aksjonærrepresentant i bankens styrende organer vil kunne påberope seg den styrke overfor bankledelsen som det kan gi å representere en stor del av aksjekapitalen. Andre har hevdet at gjeldende eierbegrensningsregel kan være til hinder for langsiktige industrielle investorer i finansnæringen. Videre er det pekt på at investorer som ønsker å tilføre et finansforetak i krise mer kapital ikke har anledning til det dersom de allerede har 10 prosent eierandel i foretaket. Ovennevnte momenter ser ut til å ha spilt liten rolle for en gruppe som eierbegrensningsreglene ikke har noen betydning for, nemlig sparebankene og de gjensidige selskaper. Disse foretakene har jo generelt vist å greie seg bra i konkurransen til tross for at de er selveide og at medlemmene av foretakenes styrende organer derfor generelt sett ikke ivaretar sine oppgaver ut fra eierinteresser i foretakene. For øvrig må spørsmålet om graden av aktivt eierskap vurderes opp imot behovet for maktspredning.

Det er blitt hevdet at de særnorske eierbegrensningsreglene i større grad gir konsistente og forutsigbare myndighetsbeslutninger enn det et regelverk som tar utgangspunkt i EUs regelverk vil kunne få. Dersom myndighetene ved ethvert erverv som fører til en overskridelse av eiergrensene 10, 20, 33 og 50 prosent skulle foreta en konkret vurdering hvor det ble lagt vekt på eiernes egnethet til å sikre en sunn og fornuftig ledelse av institusjonen, vil det kunne bli større grad av usikkerhet.

Når det gjelder forholdet til strukturendringer synes ikke gjeldende regler å ha vært til hinder for dette. Enkelte mener imidlertid at strukturendringene skjer for sent. Det er lite sannsynlig at et regelverk som bygger på EUs regler vil gi en raskere saksgang på dette området. Det vil uansett være av avgjørende betydning å ha et regelverk som sikrer stor grad av ryddighet.»

For oppgjørssentraler er hovedregelen at ingen kan eie mer enn 20 prosent i en oppgjørssentral, jf. verdipapirhandeloven § 6-1 syvende ledd. Finansdepartementet kan i særlig tilfeller gi dispensasjon fra hovedregelen.

Någjeldende børslav forutsetter at børsen er organisert som en selveiende institusjon, jf. børslaven § 1-1, og loven har således ikke eierbegrensningsregler. Imidlertid foreslår Børslavutvalget i NOU 1999:3 at børser skal kunne organiseres som aksjeselskaper. I den forbindelse foreslår Børslavutvalget en eierbegrensning på 20 prosent, jf. forslaget § 4-1 første ledd. Etter annet ledd skal begrensningene ikke være til hinder for:

«...at en børs eies 100 prosent av et foretak som ikke driver annen virksomhet enn å forvalte sine eierinteresser i sine datterselskaper, og datterselskapene ikke driver annen virksomhet enn børsvirksomhet eller virksomhet som har naturlig sammenheng med dette.»

En eventuell eierbegrensningsregel for børser vil være begrunnet ut fra andre hensyn enn det som gjelder finansinstitusjoner. Børslavutvalget viser i denne sammenheng til at en børs har behov for tillit fra markedsaktørene, og for å sikre tillit fra markedsaktørene må markedsplassen fremstå som nøytral, gjennom fremvisning av høy integritet. Etter Børslavutvalgets syn er det en viktig forutsetning for integritet at en markedsplasse for finansielle instrumenter har flere eiere. Det heter videre (NOU 1999: 3 side 195):

«I denne forbindelse er eierbegrensninger et virkemiddel som er brukt for sentrale institusjoner i finansmarkedet. Gjennom regler som begrenser muligheten for at noen eiere, eller grupperinger, blir for sterkt dominerende, reduseres mulighetene for at eierne tar sidehensyn ved driften av markedsplassen og at det oppstår mistanke om uheldig særbehandling av en eier i egenskap av kunde eller bruker av børsen. Dersom det er flere likeverdige eiere, vil fokus rettes mot det som er best for markedsplassen, i det dette hensynet ideelt sett er den eneste fellesinteressen for eierne.»

Det kan på den annen side anføres at institusjoner som er underlagt eierbegrensningsregler på et lavt nivå reduserer mulighetene for aktivt eierskap slik at institusjonen blir administrasjonsstyrt og får mindre strenge løpende krav fra aktive eiere. Blant annet Stortingets granskningskommisjon for bankkrisen (Smith-kommisjonen, jf. Dokument nr. 17 (1997-98)) legger til grunn at eierbegrensningsreglene for bankene kan ha hatt en slik virkning, og mener at det bør overveies å lempe på de eierbegrensninger som i dag gjelder for bankene, for å oppnå mer konsentrert eierskap.

Forvaltningsselskaper for verdipapirfond og verdipapirforetak er ikke underlagt generelle eierbegrensningsregler. For verdipapirforetak kan myndighetene imidlertid nekte å gi konsesjon til foretak hvis dominerende eiere ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket, jf. verdipapirhandeloven § 7-2 siste ledd nr. 3. Tilsvarende kan Kredittilsynet nekte å godkjenne et senere aksjeerverv som medfører økning av eierandel opp til eller over 20, 33 eller 50 prosent, dersom vedkommende aksjeeier ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av verdipapirforetaket.

12.1.2 Utenlandsk rett

Det er i dansk og svensk rett ikke lovfestede eierbegrensninger for verdipapirregistre. Det er derimot en skjønsmessig adgang til å forhindre at betydelige eierandeler eies av aksjeeiere som ikke anses skikket til å sikre en god og for-

nuftig forvaltning av foretaket. I følge den danske værdipapirhandelloven § 10 stk. 2, jf. stk. 1 kan Finanstilsynet oppheve stemmeretten til aksjonærer med en større eierandel enn 10 prosent, eller til aksjonærer med en mindre aksjepost dersom denne gir mulighet til å utøve betydelig innflytelse på forvaltningen av selskapet og aksjonæren motvirker en forsvarlig drift av selskapet. Alternativt kan Finanstilsynet påby selskapet å følge bestemte retningslinjer. Aksjonærer med en slik eierandel skal melde fra til Finanstilsynet om dette. For øvrig inneholder ikke loven eier- eller stemmerettsbegrensninger.

I følge den svenske loven om kontoföring av finansielle instrument er det et vilkår for konsesjon som «värdepappersförvarare» at den som «kommer att ha ett kvalificerat innehav i företaget inte motverkar en sund utveckling av verksamheten i företaget och denne även i övrigt är lämplig att utöva ett väsentligt inflytande över ledningen av en central värdepappersförvarare», jf. kontoföringslagen (1998:1479) 2 ([Link til](#)) kap. 2 § nr. 3. Med kvalifisert innehav siktes det til direkte eller indirekte innehav av 10 prosent av kapitalen eller stemmene, eller at vedkommende på annen måte innehar vesentlig betydning for ledelsen av selskapet, jf. Lag (1992:543) om börs og clearingverksamhet 1 ([Link til](#)) kap. 4 § nr. 11.

Bestemmelsene tilsvare for øvrig langt på vei bestemmelser knyttet til betydelige eierandeler i verdipapirforetak, jf. verdipapirhandelloven § 7-4 tredje ledd, jf. § 1-4 tredje ledd. Etter § 7-4 tredje ledd kan Kredittilsynet nekte erverv av betydelig eierandel dersom vedkommende aksjeeier ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av verdipapirforetaket. Med betydelig eierandel menes direkte eller indirekte eierandel som representerer minst 10 prosent av aksjekapitalen eller stemmene, eller som på annen måte gjør det mulig å utøve betydelig innflytelse over forvaltningen av selskapet, jf. § 1-4 tredje ledd. Reglene følger også av investeringstjenestedirektivet (ISD) artikkel 4.

12.2 Utvalgets vurdering

12.2.1 Generelt

Som nevnt er eierbegrensningsreglene for finansinstitusjoner blant annet begrunnet i faren for at sammenvevde eierforhold kan svekke konkurransen og ønsket om å unngå at enkeltpersoner eller enkeltselskaper kontrollerer et finansforetak. Etter *utvalgets* syn vil disse hensynene ikke være avgjørende ved vurderingen av om det bør fastsettes regler om eierbegrensninger for verdipapirregistre.

Utvalget viser til at Børslovutvalgets forslag til eierbegrensningsregler har en noe annen begrunnelse enn hva som tradisjonelt har vært bakgrunnen for slike regler gjeldende overfor finansinstitusjoner. Børslovutvalget har lagt avgjørende vekt på behovet for tillit fra markedssaktørene. Etter *utvalgets* syn har et verdipapirregister en viktig rolle i infrastrukturen i det norske verdipapirmarkedet, idet et dokumentløst system etter *utvalgets* syn er av stor betydning for verdipapiromsetningen. I dagens marked har VPS dessuten viktige funksjoner i verdipapiroppkjøret. *Utvalget* antar at verdipapirregistre vil ha en viktig betydning i verdipapirmarkedet også i fremtiden. Dette gjelder uavhengig av i hvilken grad registrering i et register gjøres pliktig eller frivillig. *Utvalget* mener det vil være vesentlig at et verdipapirregister nyter tillit fra aktørene. I denne sammenheng vil eierbegrensningsregler kunne medvirke til

maktspredning og hindre at enkelteiere og særinteresser skaffer seg en dominerende innflytelse som kan svekke tilliten til verdipapirmarkedet.

Utvalget har på den annen side vurdert om hensynet til å motvirke uheldige særinteresser vil kunne ivaretas gjennom en vurdering av egnetheten til direkte og indirekte eiere av kvalifiserte eierandeler. En slik regel er i samsvar med svensk og dansk rett, og benyttes blant annet overfor verdipapirforetak jf. ovenfor pkt. 12.1.2. Ordningen medfører at tilsynsmyndighetene kan nekte erverv av betydelig eierandeler dersom vedkommende aksjeeier ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av selskapet. *Utvalget* kan se klare fordeler med et slikt system, og er usikker på om det er nødvendig med eierbegrensninger for verdipapirregistre. *Utvalget* mener imidlertid etter en helhetsvurdering at det bør fastsettes eierbegrensningsregler for verdipapirregistre. Dette er i hovedsak begrunnet i at eierbegrensningsregler er foreslått av Børslovutvalget for børser. Etter *utvalgets* syn er det viktig med konsistens i regelverket for disse institusjonene. *Utvalget* vil i likhet med Børslovutvalget understreke behovet for aktive eiere. Når det likevel foreslås eierbegrensningsregler er dette for å forhindre utilsiktede virkninger mht. samarbeid eller konsernetableringer når det gjelder sentrale institusjoner som børs, oppgjørssentral og verdipapirregister.

Utvalget mener, i likhet med Børslovutvalget, at eventuelle utilsiktede virkninger av eierbegrensningreglene kan avhjelpes ved unntaksregler. Som det fremgår i pkt. 12.2.3 legges det opp til unntak som vil muliggjøre nødvendige eller hensiktsmessige strukturendringer innen «verdipapirkjeden». Der som et verdipapirregister skal inngå i et konsern med andre foretak i «verdipapirkjeden», vil eierbegrensningreglene i første rekke ha betydning for eierne av morselskapet i konsernet. Ettersom utvalget foreslår eierbegrensningsregler, anses det ikke nødvendig i tillegg å vurdere krav til egnethet for visse aksjeeiere.

12.2.2 Vurdering av nivået for eierbegrensningsreglene

Etter utvalgets syn vil nivået for eierbegrensningsreglene i noen grad måtte være skjønnsmessig. Ved fastleggelsen av nivået må man avveie behovet for eierspredning opp mot ønsket om aktive eiere. Videre vil det måtte tas hensyn til eventuelle unntak og dispensasjonsadgang.

Utvalget viser til at nivået for eierbegrensninger for oppgjørssentraler er på 20 prosent. Det vises videre til at Børslovutvalgets flertall har foreslått en eierbegrensning på 20 prosent for børser. *Utvalget* antar at vurderinger av nivået for eierbegrensninger for verdipapirregistre ikke skiller seg vesentlig fra tilsvarende vurderinger for børser og oppgjørssentraler. På den annen side er det ikke gitt en konkret vurdering av nivået på eierbegrensningene for de nevnte institusjonene. *Utvalget* viser likevel til flertallets vurderinger i Børslovutvalgets innstilling NOU 1999:3 side 196 flg. og foreslår at nivået for eierbegrensninger for verdipapirregistre settes til 20 prosent. Det understrekes at i den grad lovgiver legger til grunn en annen begrensning enn den foreslåtte for børser, bør tilsvarende gjelde for verdipapirregistre (og omvendt).

12.2.3 Unntak fra eierbegrensningsreglene

12.2.3.1 Innledning

Utvalget antar at det vil være et behov for unntak fra eierbegrensningsreglene. *Utvalget* foreslår for det første unntak som skal gjøre det mulig for et verdipapirregister å inngå i et konsernforhold med andre deler av verdipapirkjeden,

jf. pkt. 12.2.3.2 og pkt. 13.3.2. *Utvalget* foreslår videre en hjemmel for departementet til å dispensere dersom særlige hensyn gjør seg gjeldende.

12.2.3.2 Unntak for konserndannelser

Utvalget har vurdert om eierbegrensningsregler for verdipapirregistre vil kunne virke hemmende på ønskede strukturendringer i verdipapirmarkedet. *Utvalget* ser det som viktig at reglene ikke er til hinder for hensiktsmessige allianser for eksempel mellom VPS og andre sentrale institusjoner i infrastrukturen i verdipapirmarkedet. Det siktes her i første rekke til Oslo Børs og Norsk Oppgjørssentral ASA. Utvalget er av den oppfatning at eierbegrensningsregler og virksomhetsbegrensningsregler ikke bør være til hinder for at det inngås allianser mellom de nevnte institusjoner dersom dette er ønskelig. Behovet for slike allianser vil kunne være til stede uavhengig av antall børser, verdipapirregistre mv. som eventuelt måtte bli etablert i fremtiden. Allianser mellom ulike sentrale institusjoner i verdipapirmarkedet vil kunne inngås i form av samarbeidsavtaler eller konserndannelser. Når det gjelder samarbeidsavtaler, viser *utvalget* til nærmere omtale i pkt. 12.2.3.3. I dette punktet er det kun konserndannelser som vil bli omtalt.

Hvorvidt en børs eller en oppgjørssentral kan eie et verdipapirregister vil avhenge av om et slikt eie er innenfor den type virksomhet en slik institusjon kan drive etter gjeldende lovgivning. Vurderingstemaet bør etter *utvalgets* syn være det samme når det gjelder et verdipapirregisters adgang til å eie børser eller oppgjørssentral.

I henhold til Børslovutvalgets forslag vil virksomhetsreglene for børser ikke være til hinder for at en børs eier et verdipapirregister, jf. Børslovutvalgets utkast § 5-2. En oppgjørssentral kan bare drive virksomhet som har naturlig sammenheng med utøvelsen av oppgjørsvirksomheten, jf. verdipapirhandelloven § 6-3 annet ledd første punktum. Det er mulig at denne regelen ikke vil være til hinder for at en oppgjørssentral eier et verdipapirregister. Dette forutsetter i tilfelle et unntak fra eierbegrensningsreglene.

Flertallet i utvalget (alle unntatt *Birkeland*) ser betenkeligheter med at henholdsvis børs, verdipapirregister og oppgjørssentral skal kunne ha direkte kontroll over en eller flere av de øvrige institusjonene. For å i mest mulig grad sikre markedets tillit til de sentrale institusjonene, mener utvalget at eventuelle konsernstrukturer bør organiseres uten direkte eie mellom disse. Dette kan gjøres ved at det forutsettes at morselskapet i et eventuelt konsern ikke skal drive annen virksomhet enn å forvalte sine eierinteresser i datterselskapene og at både børs, verdipapirregister og oppgjørssentral skal eies 100 prosent av morselskapet. I et slikt tilfelle vil de tre institusjonstypene bli søsterselskaper. Utvalget antar at det ved eventuelle konserndannelser i verdipapirmarkedet ikke bør legges avgjørende vekt på hvilke av de aktuelle institusjonene som eventuelt eier en annen institusjon. Dette medfører at børslovgivningen og verdipapirhandellovens regler om oppgjørssentraler etter *utvalgets* syn bør tilpasses til konsernmodellen som hovedregel for organisering av en integrering av de ulike ledd i verdipapirkjeden.

Det kan anføres at en slik konserndannelse bare bør kunne finne sted dersom de ulike delene av verdipapirkjeden har den nødvendige sammenheng som gjør en konserndannelse naturlig. Det vil i denne sammenheng kunne hevdes at det ikke nødvendigvis vil være slik at enhver registreringsvirksomhet må kunne anses å ha den nødvendige sammenheng med virksomheten til enhver børs. Eksempelvis vil et verdipapirregister som driver rettighetsregis-

trering knyttet til andre finansielle instrumenter enn derivater ikke nødvendigvis sies å ha en naturlig sammenheng med en derivatbørs. Det kan anføres at hensynene bak et unntak fra virksomhetsbegrensningsreglene i et slikt tilfelle ikke er til stede.

På den annen side kan det hevdes at hensynene til tilsyn, integritet og motvirkning av interessekonflikter ikke vil være like fremtredende. Sagt på en annen måte tilsier ikke hensynene bak virksomhetsbegrensningen en innskrenking av muligheten til å inngå i konsern i slike tilfelle. *Utvalget* antar videre at hensynet til kompetanse - betydningen av at foretak underlagt konsesjon ikke driver annen virksomhet den ikke nødvendigvis har tilstrekkelig kompetanse til - ikke tilsier et slikt krav. Etter *utvalgets* syn vil virksomhetene, selv om de er knyttet til ulike finansielle instrumenter, ha en sammenheng som tilsier at de bør kunne inngå i et konsernforhold med hverandre.

På bakgrunn av det ovennevnte antar *utvalget* at det bør gis et unntak for at et verdipapirregister eies 100 prosent av et foretak som ikke driver annen virksomhet enn å forvalte sine eierinteresser i datterselskaper og datterselskapene ikke driver annen virksomhet enn virksomhet som bør, autorisert markeds plass, oppgjørssentral eller verdipapirregister. På denne måten muliggjøres en integrering av de ulike ledd i verdipapirkjeden. *Utvalget* mener en forutsetning for en slik konsernmodell er at kravet til eierspredning gjøres gjeldende for morselskapet. Etter *utvalgets* syn tilsier hensynene bak eierbegrensningsreglene (jf. ovenfor) at også holdingselskapet underlegges slike regler på lik linje med selve verdipapirregisteret. Dette vil være i samsvar med eierbegrensningsregler gjeldende for finansforetak og børslovutvalgets utkast til ny børslov.

Norsk Oppgjørssentral ASA (NOS) fikk i brev 12. juli 1999 fra Finansdepartementet dispensasjon fra eierbegrensningsregelen i verdipapirhandelloven § 6-1 syvende ledd til at et nystiftet holdingselskap kan eie 100 prosent av aksjekapitalen i NOS. Dispensasjonen er gitt på vilkår om at holdingselskapet ikke kan drive annen virksomhet enn å forvalte sine eierinteresser i datterselskapet, og at eierskapet i holdingselskapet er i samsvar med eierbegrensningen. *Utvalget* viser til at eventuelle endringer i verdipapirhandelloven i utgangspunktet vil ligge utenfor utvalgets mandat. *Utvalget* antar imidlertid at det vil kunne være aktuelt å endre verdipapirhandelloven § 6-1 slik at en oppgjørssentral skal kunne inngå i et konsernforhold med børs/autorisert markeds plass og/eller et verdipapirregister. Videre antar *utvalget* at det vil kunne være aktuelt med visse justeringer i børslovutvalgets utkast til ny børslov slik at konsernmodellen reflekteres i børslovgivningen.

Et *mindretall*, bestående av *Birkeland*, vil fremheve betydningen av at de ulike oppgavene knyttet til verdipapirkjeden skal kunne organiseres på en måte som gir utstedere og investorer rasjonelle og kostnadseffektive tjenester. Dette skal imidlertid ikke kunne gå på bekostning av at organiseringen skal finne sted på en måte som ivaretar hensynene til soliditet og tillit. *Mindretallet* er imidlertid i tvil om disse hensynene best ivaretas gjennom relativt rigid lovgivning mht. hvordan verdipapirkjeden selskapsrettslig skal organiseres. Dette *mindretallet* ser at Kredittilsynet, med den kompetanse som utvalget tillegger tilsynet, i nødvendig utstrekning har evnene til å stille krav til de enkelte tilsynsobjektene slik at virksomheten organiseres på en måte som på tilbørlig vis ivaretar de hensyn flertallet angir som begrunnelse for å lovregulere konserndannelser. *Mindretallet* kan følgelig ikke se at det er behov for å lovregulere at konserndannelser bestående av rettssubjekter som driver for eksempel børs og verdipapirregister, skal organiseres som en holdingmodell.

Det vises også til begrunnelsen Børslovutvalget gir for å åpne for at en børs eier et verdipapirregister.

12.2.3.3 Unntak for særlige tilfeller

Etter *utvalgets* syn vil det være nødvendig å ha en generell dispensasjonshjemmel for særlige tilfeller. En slik regel vil videre kunne fungere som en sikkerhetsventil for konkrete situasjoner der hensynene bak eierbegrensningsreglene tillegges begrenset vekt. *Utvalget* ser ikke bort fra at det f.eks. vil kunne være aktuelt å dispensere i tilfeller der det søkes om opprettelse av «spesialregistre». Det vil f.eks. kunne være aktuelt å gjøre unntak for en børs' eie av et verdipapirregister dersom børsen driver begrenset virksomhet og tar opp til notering utelukkende spesielle typer finansielle instrumenter. Videre antar *utvalget* at unntak fra eierbegrensningsreglene vil kunne gjøres for registre som driver svært begrenset virksomhet. Eksempelvis vil banker som i dag fører aksjebok for aksjeselskaper, kunne ha interesse i å tilby registrerstjenester for de samme aksjer i et eget selskap. Utvalget viser for øvrig til at det internasjonalt foregår en løpende utvikling når det gjelder eier- og samarbeidsløsninger på tvers av landgrensene. *Utvalget* mener eierbegrensningsreglene ikke bør være til hinder for at norske institusjoner inngår allianser med utenlandske institusjoner dersom myndighetene etter en konkret vurdering mener at dette er en hensiktsmessig løsning. Det vises til utkastet § 6-1 annet ledd.

Etter *utvalgets* syn bør det i særlige tilfeller kunne gjøres unntak slik at et verdipapirregister skal kunne eie en børs/oppgjørssentral direkte. Et slikt eierskap avhenger også av reglene i børs- og verdipapirhandelloven. Dersom en børs eller en oppgjørssentral skal eie et verdipapirregister kreves det unntak fra eierbegrensningsreglene. Et slikt unntak vil kunne gis med hjemmel i den generelle dispensasjonsregelen. Videre vil regelen åpne opp for at et verdipapirregister eier et annet verdipapirregister dersom særlig grunner taler for det. *Utvalget* vil påpeke at virksomhetsregler og eierbegrensningsregler for børser, oppgjørssentraler og verdipapirregister bør utformes mest mulig likt.

Børslovutvalget har foreslått en hjemmel til at Kongen kan gi dispensasjon fra eierbegrensningsreglene for børser, slik at andre børser og virksomhet som har nær sammenheng med børsvirksomhet kan eie inntil 30 prosent av aksjene i en børs. Forutsetningen er at samarbeidet gjelder børsens kjernevirksomhet og at det foreligger en avtale om «strategisk samarbeid» mellom børsen og den andre institusjonen. En tilsvarende regel er lovfestet i finansieringsvirksomhetsloven § 2-2 annet ledd nr. 10, jf. endringen ved lov 17. desember 1999 nr. 96. Etter *Verdipapirsentrallovutvalgets* syn er det ikke grunn til å fastsette noen særskilt dispensasjonsadgang knyttet til samarbeidsavtaler. Som nevnt over vil allianser med utenlandske institusjoner etter omstendighetene kunne anses som et særlig tilfelle som tilsier unntak fra eierbegrensningsreglene. Tilsvarende må gjelde samarbeidskonstellasjoner mellom norske institusjoner. Selv om utvalget ikke foreslår et konkret unntak fra eierbegrensningsreglene ved «strategiske samarbeidsavtaler», understreker *utvalget* viktigheten av at regelverket for børser og verdipapirregistre blir mest mulig samsvarende. Dersom en slik regel blir gitt for børser, bør en tilsvarende regel gis for verdipapirregistre.

12.2.4 Konsolideringsregler

For å forhindre omgåelse av eierbegrensningsreglene bør det fastsettes konsolideringsregler, dvs. regler for hvilke aksjonærer som skal identifiseres med hverandre og derfor ikke kan eie mer enn 20 prosent av aksjene i et verdipapirregister samlet. Slike regler finnes bl.a. i finansieringsvirksomhetsloven § 2-6 om konsolidering av eierandeler, som lyder:

«§ 2-6. Konsolidering av eierandeler

Like med at aksjeeierens egne aksjer regnes i forhold til reglene i §§ 2-2, 2-4 og 2-5 første ledd, de aksjer som eies eller overtas av

- a) aksjeeierens ektefelle, mindreårige barn eller personer som aksjeeieren har felles husholdning med,
- b) selskap hvor aksjeeieren har slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-3,
- c) selskap innen samme konsern som aksjeeieren, og
- d) noen som det må antas aksjeeieren har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som aksjonær.

Kongen avgjør i tvilstilfelle om aksjer som aksjeeieren ikke eier, skal likestilles med egne aksjer etter reglene i første ledd.»

En tilsvarende regel er foreslått av Børslovutvalget. For å sikre en forsvarlig gjennomføring av eierbegrensningsreglene og hindre omgåelser av regelen, bør verdipapirregisterloven ha en tilsvarende bestemmelse. Praksis i henhold til finansieringsvirksomhetslovens konsolideringsregler bør kunne være veiledende for hvordan bestemmelsen skal praktiseres for eierskap i selskaper som driver verdipapirregistreringsvirksomhet. Det presiseres imidlertid at særhensyn kan gjøre seg gjeldende i forhold til de ulike regelsettene. Det vises til lovutkastet § 6-4.

12.2.5 Stemmerettsbegrensninger

Eierbegrensningsregler for verdipapirregistre medfører at regler om stemmerettsbegrensninger i utgangspunktet vil ha begrenset betydning fordi eierne i utgangspunktet ikke kan stemme for flere aksjer enn de eier. På den annen side vil fravær av oppmøte kunne styrke den relative stemmevekt for de som er til stede på generalforsamlingen. I et allmennaksjeselskap kreves det for vedtektsendringer 2/3 flertall av avgitte stemmer og av fremmøtt kapital på generalforsamlingen, jf. asal. § 5-18 første ledd. En aksjonær med en eierpost på 20 prosent vil således kunne utøve negativ kontroll i et foretak dersom bare 60 prosent av de stemmeberettigede er representert på generalforsamlingen. Stemmerettsbegrensninger kan videre få betydning dersom det i et verdipapirregister er etablert flere aksjeklasser, herunder stemmerettsløse aksjer, og eierbegrensningene er relatert til selskapets samlede kapital.

Spørsmålet om stemmerettsbegrensninger er drøftet av Børslovutvalget, jf. NOU 1999:3 side 201. Børslovutvalgets flertall antar at eierbegrensningsregler, med tilhørende konsolideringsbestemmelser, er tilstrekkelige for å hindre uønsket maktkonsentrasjon eller dominans fra enkelteiere.

Verdipapirsentrallovutvalgets flertall (alle unntatt *Bergsåker, Kleven og L'Abée-Lund*) kan i likhet med flertallet i Børslovutvalget ikke se at det er behov for stemmerettsbegrensninger i tillegg til regler om eierbegrensninger. Etter *flertallets* syn vil de regler som er foreslått vedrørende eierskap i et verdipapirregister, eierbegrensninger med tilhørende konsolideringsregler, være tilstrekkelig for å ivareta de hensyn som begrunner slike regler. Etter

flertallets syn vil eventuelle stemmerettsbegrensninger kunne vanskeliggjøre et aktivt eierskap som ellers er ønskelig. Utvalgets *flertall* går derfor inn for at det ikke fastsettes stemmerettsbegrensninger for verdipapirregistre.

Utvalgets *mindretall* (*Bergsåker*, *Kleven* og *L'Abée-Lund*) viser til at finansieringsvirksomhetsloven har regler om stemmerettsbegrensninger i § 2-4, og til at tilsvarende bestemmelse er foreslått i Banklovkommisjonens 4. utredning (NOU 1998:14) § 5-3.

Mindretallet viser til at stemmerettsbegrensninger medfører at en aksjonær vil ha samme innflytelse på en generalforsamling der ikke alle møter, som vedkommende ville ha hatt dersom alle aksjonærene hadde møtt frem. Stemmerettsbegrensninger relatert til antall stemmer representert på generalforsamlingen vil etter mindretallets syn kunne hindre uforholdsmessig stor innflytelse fra enkeltaksjonærer ved lavt fremmøte. For slike tilfeller kan det, etter *mindretallets* syn, hevdes å være formålstjenlig med regler om hvor stor del av aksjene det kan stemmes for relatert til fremmøtte stemmer, i tillegg til eierbegrensningsreglene. *Mindretallet* slutter seg derfor til Banklovkommisjonen og Børslovutvalgets *mindretall* og foreslår at det blir gitt regler om at ingen kan stemme for mer enn 20 prosent av de stemmer som er representert på generalforsamlingen.

Mindretallet foreslår videre at konsolideringsreglene som er foreslått gjort gjeldende for eierbegrensningsreglene også gis anvendelse for stemmerettsbegrensningsreglene. De bakenforliggende hensyn vil etter mindretallets syn være de samme.

Kapittel 13

Virksomhetsbegrensninger

13.1 Gjeldende rett

Etter vpsl. § 1-1 kan VPS «ikke drive annen virksomhet enn det som er knyttet til eneretten» til å foreta registrering av verdipapirer. I praksis har det vært antatt at VPS kan drive virksomhet som er nært knyttet til virksomhetsområdet for eneretten og det anses som særlig rasjonelt at den utføres av VPS. Kongen avgjør i tvilstilfeller «hva slags virksomhet som er knyttet til Verdipapirsentralens enerett», jf. § 1-1 annet ledd. I Ot.prp. nr. 83 (1984-85) uttales det om eneretten blant annet (side 56):

«Det foreslås lovfestet at VPS ikke skal kunne drive annen virksomhet enn det som har nær sammenheng med eneretten. I dette ligger at VPS kan utføre visse oppgaver med tilknytning til monopolområdet, dersom dette må anses nødvendig for å kunne gjennomføre registreringsoppgavene på en hensiktsmessig måte eller ellers må anses å være særlig rasjonelt. Dette kan for eksempel være tilfelle for tegningsregistrering i forbindelse med emisjoner. Slike registreringer vil ligge utenfor sentralens enerett, men det vil være upraktisk om VPS skulle utelukkes fra å kunne registrere tegninger hvis først tegningsrettene og siden de tildelte aksjer etter loven skal registreres.»

I tillegg til å være et register over eierforhold mv. til finansielle instrumenter, driver VPS også avregnings- og oppgjørsvirksomhet ved handel med finansielle instrumenter der handelen inngår i Verdipapiroppgjørssystemet (VPO). VPO er et system for overføring av verdipapirer mot betaling som sikrer deltakerne ytelse mot ytelse. VPS foretar daglig avregning mellom deltakerne i VPO basert på de verdipapirtransaksjoner som inngår i oppgjøret. Avregningen består av en papiravregning og en pengeavregning. Dette danner grunnlaget for oppgjøret mellom partene. Dette består av et pengeoppgjør og et verdipapiroppgjør. VPS oversender pengeavregningen til Norges Bank, som gjennomfører pengeoppgjøret påfølgende dag. VPS gjennomfører papiroppgjøret om kvelden samme dag som pengeoppgjøret er foretatt. VPS' oppgjørsvirksomhet er beskrevet i pkt. 6.4.

Videre yter VPS tilleggstjenester i form av tjenester knyttet til renteberegning og -avregning ved obligasjonslåns renteterminer, uttrekning og avregning ved obligasjoners avdragsterminer, avregning ved obligasjoner og sertifikatlåns forfall, aksjeselskapers utbytteberegning og -utbetaling, og visse tjenester knyttet til selskapers emisjoner, fusjoner, fisjoner e.l., samt selskapsoppkjøp. For forvaltningsselskaper for verdipapirfond omfatter tjenestene føring av andelseierregister, samt rapportering til andelseiere/generell opplysningsplikt til myndigheter. Disse tjenestene er sammen med deler av tjenesteytingen tilknyttet verdipapiroppgjøret, ikke regulert av vpsloven. Selv om tjenestene ansees som tilknyttede tjenester i henhold til virksomhetsbegrensningene i loven, er ikke tjenestene underlagt lovpålagt enerett, og kan således også drives av andre enn VPS. Som eksempel kan nevnes at registre-

ring av andelseiere i verdipapirfond i stor grad gjøres av forvaltningsselskapene selv.

13.2 Utenlandsk rett

13.2.1 Svensk rett

Etter den svenske kontoföringslagen 2. [\(Link til\)](#) kapittel 7 § kan en «central värdepappersförvarare», utenom den konsesjonspliktige virksomheten, bare drive børs- eller clearingvirksomhet og annen virksomhet som har nær sammenheng med virksomheten som «värdepappersförvarare». Etter bestemmelsens annet ledd kan Finansinspektionen i særskilte tilfeller gi tillatelse til at det drives annen virksomhet.

I forarbeidene vises det til at clearing- og børsvirksomhet er virksomhet som har nær sammenheng med virksomheten som «värdepappersförvarare». Det vises til at det internasjonalt har blitt vanligere at børser, clearingorganisasjoner og verdipapirregistre drives innenfor samme konsern. Det uttales i prp. 1997/98:60 blant annet (side101):

«Interesset av att tillsynen inte försvåras vad avser den ekonomiska stabiliteten talar enligt regeringens mening för att det bör fordras särskilda skäl för att en central värdepappersförvarare skall få driva annan verksamhet än sådan som har nära samband med verksamheten som kontoförare.»

I arbeidet med den svenske loven ble det vurdert hvorvidt banker og verdipapirforetak skulle kunne få konsesjon som verdipapirregister. Det ble vist til fra bankhold at den depotvirksomhet disse foretakene driver, utgjør en nærliggende virksomhet. I forarbeidene ble det vist til behovet for at et verdipapirregister driver tillitsvekkende som et upartisk organ. Det heter videre (side 102):

«Regeringen anser därför att verksamhet som bank eller värdepappersbolag inte bör hänföras till sådan verksamhet som har nära samband med verksamheten som central värdepappersförvarare. Vi vill emellertid inte utesluta att det kan vara befogat att ge auktorisation åt sådana institut. Verksamheten som central värdepappersförvarare bör emellertid i sådana fall vara tydligt avgränsad så att några gränsdragningssvårigheter eller tillsynsproblem inte uppstår.»

13.2.2 Dansk rett

Etter den danske værdipapirhandeloven § 7 er et verdipapirregister «et aktieselskab, der driver registreringsvirksomhed». Etter lovens § 61 første ledd kan et verdipapirregister «drive accessorisk virksomhed». Finanstilsynet kan beslutte at slik virksomhet skal utøves i et annet selskap. Implisitt medfører disse reglene en virksomhetsbegrensning for verdipapirregistre. Tilsvarende regler er gitt for børs- og clearingvirksomhet. Etter § 17 kan en børs drive virksomhet som er aksessorisk til børsvirksomhet, «herunder som clearingcentral, værdipapircentral og autorisert markedsplads».

13.3 Utvalgets vurderinger

13.3.1 Behovet for virksomhetsbegrensninger

I tillegg til oppgjørs-/avregningsvirksomhet og den rene registreringsvirksomhet vil det av ulike grunner også kunne være interessant for verdipapirregistre å drive annen virksomhet. I reguleringen av næringslivet generelt er det ikke satt alminnelige begrensninger for hvilke virksomheter som kan drives i samme organisasjon, rettssubjekt eller konsern. For visse virksomhetstyper har imidlertid lovgiver lagt til grunn at det er behov for å begrense virksomhetsspekteret. Som nevnt setter dagens vpslov virksomhetsbegrensninger for VPS, jf. vpsl. § 1-1 annet ledd. Virksomhetsbegrensninger er også gitt blant annet for oppgjørssentraler, børser, finansinstitusjoner, forsikringsselskaper, forvaltningsselskaper for verdipapirfond og verdipapirforetak. Rekkevidden av begrensningene varierer noe i de ulike lovene. Dansk og svensk lovgivning inneholder tilsvarende begrensninger for verdipapirregistre.

Begrunnelsen for virksomhetsbegrensningene for slike institusjoner er at disse utøver en funksjon som anses å ha viktige samfunnsmessige sider, slik at kjernevirksomheten bør skjermes mot ansvar og risiki og annen påvirkning fra annen virksomhet. Dette hensynet kan sies å være spesielt viktig når foretaket er underlagt særskilte krav til ansvarlig kapital og kapitaldekning tilpasset og fastsatt av hensyn til kjernevirksomheten.

I tillegg kan virksomhetsbegrensninger begrunnes i behovet for å verne om disse institusjonenes integritet og tillit. Det er vesentlig at et verdipapirregister har tillit i finansmarkedet. Dersom et verdipapirregister driver virksomhet som for eksempel medfører at den er konkurrent til sine kunder, kan det oppstå spørsmål om institusjonen tar sidehensyn når den inngår kundeforhold i kjernevirksomheten eller ved betjeningen av kunder. Ved å begrense virksomhetsområdet for verdipapirregistre, reduseres således faren for at det kan oppstå habilitetskonflikter.

Virksomhetsbegrensninger kan også ha betydning for tilsynet med verdipapirregistre. Det er kjernevirksomhetens art som er grunnelsen for at institusjonen er underlagt tilsyn og konsesjonsplikt. For å sikre et effektivt tilsyn, er det etter *utvalgets* syn en fordel at den virksomhet som er under tilsyn og som er underlagt særregulering, drives adskilt fra annen virksomhet. En oppnår på denne måten en oversiktlig struktur i driften, som gjør det mulig for tilsynsmyndighetene å følge kjernevirksomheten, uten «støy» fra annen integrert virksomhet. *Utvalget* viser for øvrig til NOU 1999:3 (side 206) hvor Børslovutvalget foreslår å videreføre regler om virksomhetsbegrensninger for børser. Det vises videre til at det følger av utvalgets mandat at virksomhet som verdipapirregister skal drives i et eget rettssubjekt som i begrenset grad driver annen virksomhet.

Utvalget legger etter dette til grunn at verdipapirregistre også i fremtiden bør underlegges virksomhetsbegrensninger. Reglene bør så langt som mulig ivareta hensynet til å kunne organisere virksomheten på en måte som er mest mulig rasjonell. Etter *utvalgets* syn bør begrensningene i tillatt virksomhet ikke gå lenger enn det grunnelsen tilsier. Rammereguleringen bør ikke være til hinder for at verdipapirregistre driver virksomhet som har naturlig sammenheng med rettighetsregistreringen.

13.3.2 Nærmere om hvilken virksomhet et verdipapirregister bør kunne drive

I henhold til gjeldende lov § 1-1 er VPS et «rettighetsregister og har enerett til å foreta registreringer av verdipapirer med de virkninger som er omtalt i denne lov og i tilhørende lovgivning». Det er med andre ord rettighetsregistreringen som etter gjeldende rett utgjør kjernevirksomheten til VPS. I et system med konkurranse og konsesjonsplikt vil kjernevirksomheten utgjøre den konsesjonspliktige del av virksomheten. Det vises til utvalgets vurderinger av omfanget av konsesjonsplikten i pkt. 11.2.

For *utvalget* er det et klart utgangspunkt at foretak med konsesjon til å drive virksomhet som verdipapirregister primært skal drive slik virksomhet. På bakgrunn av ovennevnte hensyn om risikoavgrensning, tillit, integritet og tilsyn mener derfor *utvalget* at verdipapirregisterloven bør videreføre regler om virksomhetsbegrensninger, slik at et rettighetsregister som utgangspunkt ikke kan drive annen virksomhet enn verdipapirregistreringsvirksomhet. Det vises også til utvalgets mandat.

For å legge til rette for rasjonell drift bør verdipapirregistre kunne drive virksomhet som har naturlig sammenheng med verdipapirregistreringsvirksomheten. *Utvalget* foreslår derfor en bestemmelse tilsvarende verdipapirhandeloven §§ 6-3 og 8-3 og Børslovutvalgets forslag til § 5-2. Om en virksomhet har naturlig sammenheng med virksomheten som verdipapirregister, eventuelt om bivirksomheten blir så omfattende at den ikke lenger anses å ha naturlig sammenheng med «kjernevirksomheten», vil måtte avgjøres konkret. Videre vil hva som har naturlig sammenheng med virksomheten kunne forandre seg over tid, bl.a. i lys av samfunnsutviklingen for øvrig. I følge gjeldende vpsl. § 1-1 annet ledd avgjør Kongen i tvilstilfeller om det er tilstrekkelig sammenheng mellom den virksomhet som er aktuell å drive og virksomheten som verdipapirsentral. Denne type bestemmelser reiser spørsmål om de innebærer en innskrenkning i domstolenes adgang til å overprøve vurdering av tvilstilfeller. Etter *utvalgets* syn bør en eventuell innskrenking av skjønnet reduseres til de tilfeller det foreligger vurderingstema av særlig teknisk eller politisk art. Selv om det kan oppstå vanskelige avgrensninger i praksis ved avgjørelsen av om det foreligger «naturlig sammenheng», kan ikke *utvalget* se at vurderingstemaet vil være av spesielt teknisk eller politisk art. *Utvalget* viser til at verdipapirregistre etter utvalgets forslag, på samme måte som VPS er pr. i dag, vil bli underlagt tilsyn av Kredittilsynet. *Utvalget* legger til grunn at spørsmålet om tilstrekkelig sammenheng foreligger, vil falle inn under Kredittilsynets tilsynsarbeid. Dersom den nødvendige sammenheng ikke foreligger, vil Kredittilsynet eventuelt kunne gi pålegg om at den aktuelle virksomheten må opphøre. Et eventuelt pålegg som nevnt vil være et enkeltvedtak i forvaltningslovens forstand som kan bringes inn for domstolene etter de alminnelige forvaltningsrettslige regler.

Det foreslås videre en hjemmel for Kredittilsynet til å kunne gi pålegg om at virksomhet som ikke inngår i kjernevirksomheten, men som anses som tilknyttet virksomhet, skal skilles ut i datterforetak dersom risikoeksponering, interessekonflikter eller tilsynsmessige hensyn tilsier en slik utskillelse. Det vises i denne sammenheng til at en tilsvarende regel er foreslått av Børslovutvalget, se utkast til ny børslov i NOU 1999: 3 § 5-2 siste ledd.

På bakgrunn av den praksis som er etablert etter ikrafttreddelsen av vpsloven og de diskusjoner vedrørende integrasjon mv. som blant annet Børslovutvalget har hatt, finner *utvalget* grunn til å gi en kort redegjørelse for

enkelte former for virksomhet som etter *utvalgets* syn bør anses å ha naturlig sammenheng med kjernevirksomheten.

Etter *utvalgets* vurdering kan en generell drøftelse av hva slags virksomhet som har naturlig sammenheng med virksomhet som verdipapirregister, deles i to kategorier: Den ene kategorien er aktiviteter som har preg av bivirkning til det å være et verdipapirregister. Den andre kategori er virksomhet knyttet til andre deler av verdipapirkjeden enn selve verdipapirregistreringsvirksomheten.

Tilknyttet virksomhet

Når det gjelder virksomhet som har preg av å være bivirkning til den konsesjonspliktige virksomheten, viser utvalget til omtalen ovenfor i pkt. 13.1 av den virksomhet VPS driver pr. i dag. Tjenester som forskjellige typer uttrekninger og avregninger, tjenester knyttet til emisjoner, fusjoner, fisjoner osv vil etter *utvalgets* syn ha en naturlig sammenheng med verdipapirregistreringsvirksomheten, og bør derfor fortsatt kunne utføres av et verdipapirregister uten å komme i strid med virksomhetsbegrensningen. *Utvalget* antar videre at bl.a. utvikling og salg av datatekniske løsninger og systemer vil kunne ha en naturlig sammenheng med virksomhet som verdipapirregister. Dersom tilsynsmessige hensyn skulle tilsi det, bør det imidlertid vurderes om slik virksomhet bør drives i et eget datterselskap.

Integrering av de forskjellige deler av verdipapirkjeden

For så vidt gjelder den andre kategorien, virksomhet som er knyttet til eller utgjør andre ledd i verdipapirkjeden enn virksomhet som rettighetsregister, viser *utvalget* til omtalen i pkt. 9.3 av Børslovutvalgets syn på integrering av de ulike delene av verdipapirkjeden. Som nevnt går Børslovutvalget på prinsipielt grunnlag inn for at børsvirksomhet skal kunne integreres med annen virksomhet innen verdipapirkjeden. I NOU 1999:3 side 209 uttaler Børslovutvalget følgende om integrering av børsvirksomhet og virksomhet som verdipapirregister:

«Det er [således] i dag en uaktuell problemstilling for utvalget om en børs skal gis anledning til å drive slik rettighetsregistrering. Dersom verdipapirsentralloven som følge av den varslede lovrevisjonen endres slik at integrasjon blir mulig, vil imidlertid problemstillingen likevel bli aktuell. Ut fra utvalgets prinsipielle syn på integrasjon av de virksomheter som utgjør verdipapirkjeden, jf ovenfor, og forutsatt at særlige hensyn knyttet til rettighetsregistrering og rettsvernregulering m v kan ivaretas, herunder eventuell videreføring av VPS som eneste rettighetsregistreringssentral, bør det åpnes for at børs og oppgjørs/rettighetssentral skal kunne drives i samme foretak. Hvorvidt slik virksomhet i tilfelle bør skilles ut i eget datterselskap må vurderes nærmere ut fra de hensyn som er gjengitt ovenfor.»

Børslovutvalget går inn for at en integrasjon mellom de ulike virksomheter innen verdipapirkjeden bør være mulig. Utvalget antar at en slik integrasjon for tiden er mest aktuelt for VPS, Oslo Børs og Norsk Oppgjørssentral ASA.

Etter *Verdipapirsentrallovutvalgets* syn vil det ikke være naturlig med en integrering av børs og VPS dersom VPS' enerett opprettholdes samtidig som det åpnes opp for etablering av konkurrerende børser, det vises til drøftelsen

i pkt. 9.4. En slik løsning vil kunne medføre at en av flere børser får et tilfeldig konkurransefortrinn.

I verdipapirsentrallovutvalgets mandat heter det at det skal legges til grunn at «[verdipapirsentralvirksomhet] skal drives i et eget rettssubjekt som i begrenset grad driver annen virksomhet». Børslovutvalget går som nevnt på prinsipielt grunnlag inn for at et verdipapirregister bør kunne integreres med en børs. Etter Børslovutvalgets forslag til § 5-2 kan en børs i tillegg til børsvirksomhet bare drive annen virksomhet som har naturlig sammenheng med børsvirksomheten. Børslovutvalget har ikke tatt stilling til om børs- og verdipapirregistreringsvirksomhet skal kunne drives innen et selskap eller om virksomhetene skal måtte være selskapsrettslig adskilt i et konsernforhold, eventuelt etter en holdingmodell, jf. sitatet rett ovenfor. Børslovutvalgets forslag oppstiller ingen ubetinget plikt til at tilknyttet virksomhet må drives i datterselskaper, men foreslår derimot en hjemmel for Kredittilsynet til å pålegge en børs å drive tilknyttet virksomhet i eget datterforetak, jf. utkastet § 5-2 siste ledd. I følge Børslovutvalget vil også oppgjørsvirksomhet slik dette er regulert i vphl. ([Link til](#)) kapittel 6 regnes som virksomhet som naturlig henger sammen med børsvirksomhet i forhold til virksomhetsbegrensningsreglene. Børslovutvalget viser i den sammenheng til at «oppgjørsvirksomhet har en nær sammenheng med virksomheten som derivatbørs, i det oppgjørsfunksjonen er en forutsetning for derivathandelen på børs», jf. NOU 1999:3 side 207. *Verdipapirsentrallovutvalget* vil vise til at dersom det etableres nye børser i Norge i tillegg til Oslo Børs, kan det tenkes at denne nyetablerte børsen ikke noterer derivater. Børslovutvalget har ikke tatt stilling til om det vil være naturlig sammenheng mellom børsvirksomheten og oppgjørsvirksomheten i et slikt tilfelle.

Virksomhet som børs består i å organisere og drive markedsplass for annenhåndsmarkedet for finansielle instrumenter. Et verdipapirregister vil drive rettighetsregistrering og/eller oppgjørsvirksomhet i forbindelse med omsetningen av finansielle instrumenter. Disse virksomhetene har etter utvalgets syn en klar sammenheng ved at de begge inngår i verdipapirkjeden. Begge virksomhetstypene vil videre være underlagt konsesjon og tilsyn. *Utvalgets flertall* (alle unntatt *Birkeland*) ser det imidlertid slik at børsvirksomhet ikke kan anses som tilknyttet virksomhet for et verdipapirregister. *Flertallet* legger derfor til grunn at et verdipapirregister ikke skal kunne drive børsvirksomhet. Etter *flertallets* syn tilsier også risiko- og tilsynsforhold at børs- og verdipapirregistreringsvirksomhet ikke drives i samme rettssubjekt.

Lignende synspunkter som de ovennevnte kan gjøres gjeldende for autoriserte markedsplasser. Om forskjellen mellom en børs og en autorisert markedsplass uttaler Børslovutvalget i NOU 1999:3 (side 208):

«Det som skiller disse to virksomhetene er at børsen opptar aksjeselskaper, obligasjoner m.v til offisiell notering, mens autoriserte markedsplasser opptar tilsvarende finansielle instrumenter til handel, som pr definisjon ikke er offisiell notering, fordi det stilles mindre strenge krav til de finansielle instrumenter som opptas til handel og utstedere av disse.»

Flertallet antar at spørsmålet om virksomhet som autorisert markedsplass har en naturlig sammenheng med verdipapirregistreringsvirksomhet, må vurderes på samme måte som forholdet børs-verdipapirregister.

Flertallet har videre vurdert hvorvidt virksomhet som oppgjørssentral har naturlig sammenheng med virksomheten til et rettighetsregister. En

oppgjørssentral er et foretak som har tillatelse til å drive oppgjørsvirksomhet etter vphl. ([Link til](#)) kapittel 6 (virksomhet som oppgjørssentral). Den sentrale oppgave for en oppgjørssentral er å sikre oppfyllelse av forskjellige typer derivatkontrakter mv. Oppgjørsvirksomhet er definert i vphl. § 1-6. Bestemmelsen lyder:

«Med oppgjørsvirksomhet menes yrkesmessig virksomhet som består i å tre inn som part eller på annen måte garantere for oppfyllelse av avtaler som gjelder handel med finansielle instrumenter som nevnt i § 1-2 annet ledd nr. 4 til 7 og forpliktelser vedrørende lån av finansielle instrumenter.»

Flertallet viser videre til at oppgjørssentraler er underlagt virksomhetsbegrensninger. Etter vphl. § 6-3 kan en oppgjørssentral bare «drive virksomhet som har naturlig sammenheng med utøvelsen av oppgjørsvirksomheten».

Etter *flertallets* syn kan det anføres at oppgjørsvirksomhet som nevnt i vphl. ([Link til](#)) kapittel 6 vil kunne ha en naturlig sammenheng med virksomhet som verdipapirregister. Det vises til at oppgjørsvirksomheten gjelder oppgjør av visse finansielle instrumenter som vil kunne være registrert i et verdipapirregister. I den grad derivater vil være registrert i et verdipapirregister viser *flertallet* til at oppgjørssentralen og det register det aktuelle finansielle instrument er registrert i, begge vil kunne delta i oppgjøret av handelen. Det kan anføres at dette tilsier at det er en naturlig sammenheng mellom oppgjørsvirksomheten og verdipapirregistreringsvirksomheten. Det kan på den annen side hevdes at oppgjørsvirksomhet etter vphl. § 6-1 ikke har en naturlig sammenheng med verdipapirregistreringsvirksomhet dersom det aktuelle verdipapirregister ikke registrerer de samme finansielle instrumenter som cleares i oppgjørssentralen.

Flertallet viser til at en oppgjørssentral og et verdipapirregister vil kunne være utsatt for forskjellig risikoeksponering. Det vises til at en oppgjørssentral trer inn som part eller på annen måte garanterer for oppfyllelse av de aktuelle finansielle instrumenter, og påtar seg således en ikke ubetydelig risiko. Videre vil virksomhetene være underlagt forskjellige krav til kapital og sikkerhet, og forskjellige konsesjonsregimer. Etter *flertallets* syn tilsier risikoeksponering, faren for interessekonflikter og tilsynsmessige hensyn at et verdipapirregister ikke driver oppgjørsvirksomhet. *Flertallet* mener derfor i utgangspunktet at et verdipapirregister ikke bør kunne drive oppgjørsvirksomhet etter vphl. § 6-1. Derimot mener som nevnt *flertallet* at et verdipapirregister bør kunne inngå i et konsernforhold med andre deler av verdipapirkjeden, herunder en oppgjørssentral. Det vises til pkt. 12.2.3.2 og utkastet § 6-2.

Flertallets konklusjon er etter dette at et verdipapirregister ikke skal kunne drive børs- og/eller oppgjørsvirksomhet. Begrunnelsen for dette er noe forskjellig for henholdsvis børs/autorisert markeds plass og oppgjørsvirksomhet. *Flertallet* mener virksomhetsbegrensningen gjør det naturlig at et verdipapirregister ikke skal kunne drive børsvirksomhet. *Flertallet* mener videre at risiko og tilsynshensyn tilsier at oppgjørsvirksomhet etter vphl. ([Link til](#)) kap. 6 ikke drives av et verdipapirregister. På denne måte unngås det at virksomheten opererer under ulike konsesjonsregimer, noe som kan skape uklare risiko- og tilsynsforhold, og foretaket vil dermed kunne rendyrke den virksomhet det har konsesjon til å drive.

Et *mindretall*, bestående av *Birkeland*, vil også med hensyn til spørsmålet om virksomhetsbegrensningen fremheve betydningen av at verdipapirregis-

teret kan drive virksomhet ut over de snevre rammer flertallet legger opp til. Dette mindretallet legger til grunn at Kredittilsynet også på dette punkt kan gis kompetanse til å avgjøre hvorvidt et verdipapirregister skal kunne drive annen virksomhet knyttet til verdipapirkjeden, så som børsvirksomhet og clearingvirksomhet. *Mindretallet* mener en beskrankning som flertallet her legger opp til vil forhindre en fremtidig rasjonell organisering av verdipapirkjeden som vil kunne svekke registerets og dermed verdipapirkjedens konkurransekraft, og følgelig skade interessene til utstedere og investorer. Det vises for øvrig til mindretallets dissens under kapittel 12.

Selv om bør-, oppgjørs- og verdipapirregistreringsvirksomhet i utgangspunktet ikke skal kunne drives innen samme rettssubjekt, medfører dette ikke nødvendigvis at disse institusjonene ikke skal kunne inngå i et konsernforhold. Selv om *utvalgets flertall* er kommet til at børsvirksomhet ikke kan anses som tilknyttet virksomhet for et verdipapirregister er utvalget enig i Børslovutvalgets prinsipielle syn på at integrasjon i verdipapirkjeden bør være mulig. *Utvalget* har i sin begrunnelse for at et verdipapirregister skal kunne organiseres som aksjeselskap, pekt på at denne organisasjonsformen anses velegnet for eventuell sammenslåing og integrasjon med andre virksomheter mv., jf. kapittel 10. *Utvalget* er opptatt av at lovgivningen ikke skal være til hinder for en nærmere integrasjon av de ulike ledd i verdipapirkjeden med sikte på å tilby bedre produkter i markedet og å øke effektivitet og konkurranseevne overfor utenlandske markeder, så langt dette kan anses forsvarlig.

Det foreslås på denne bakgrunn eksplisitte unntak fra eier- og virksomhetsreglene slik at en integrasjon blir mulig for de ulike virksomheter innen verdipapirkjeden. På denne måten vil et verdipapirregister kunne inngå i et konsernforhold med andre deler av verdipapirkjeden. *Utvalget* mener et slikt unntak for konserndannelse kan sammenlignes med opprettelsen av finanskonsern etter finansieringsvirksomhetsloven. Som eksempel vises det til at et forsikringsselskap i utgangspunktet ikke kan drive eller eie forsikringsfremmed virksomhet, jf. forsikringsvirksomhetsloven §§ 7-1 og 7-2. Disse reglene er derimot ikke til hinder for at et forsikringsselskap deltar i et finanskonsern, jf. forsikringsvirksomhetsloven § 7-2 tredje ledd første punktum og finansieringsvirksomhetsloven kapittel 2a. Også for bankene er det knyttet virksomhetsbegrensninger, se bl.a. forretningsbankloven § 19 og sparebankloven § 24. Uavhengig av disse kan bankene inngå i et finanskonsern. *Utvalget* mener det på tilsvarende måte bør være mulig for de ulike virksomheter innen verdipapirkjeden å inngå i et konsernforhold med selskaper som driver virksomhet som i utgangspunktet er en annen enn den det enkelte foretak kan drive etter gjeldende virksomhetsbegrensning. *Utvalgets flertalls* vurderinger av hvilke krav som bør stilles mht. organiseringen av et konsern hvor ulike deler av verdipapirkjeden inngår i er gitt i kapittel 12.

Kapittel 14

Rett og plikt til registrering i et verdipapirregister

Det følger av verdipapirsentrallovutvalgets mandat at utvalget skal vurdere både rett og plikt til registrering i et verdipapirregister.

14.1 Gjeldende rett

Etter gjeldende rett skilles det mellom finansielle instrumenter som kan registreres, og instrumenter som skal registreres i VPS. Reglene om plikt til registrering følger av vpsl. § 1-2, mens reglene om rett til registrering følger av § 1-3. Det er gitt utfyllende regler til begge bestemmelsene i forskrifter.

14.1.1 Registreringsplikt

Registreringsplikten er regulert i vpsl. § 1-2, som lyder:

«I Verdipapirsentralen skal følgende fondsaktiver registreres:

- a) aksjer og tegningsretter i norske allmennaksjeselskaper,
- b) norske ihendehaverobligasjoner uansett løpetid, dog ikke spareobligasjoner utstedt av staten og premieobligasjoner.

Kongen kan bestemme at norske ihendehaverobligasjoner etter første ledd b) med 12 måneder eller kortere løpetid unntas fra registreringsplikten. Kongen kan også unnta andre typer ihendehaverobligasjoner fra registreringsplikten. Kongen kan bestemme at andre finansielle instrumenter enn de som er nevnt i første ledd skal registreres i Verdipapirsentralen.»

Ihendehaverobligasjoner defineres i forarbeidene som mengdegjeldsbrev utstedt til ihendehaver, jf. Ot.prp. nr. 83 (1984-85) side 27. Det kan være knyttet spesielle rettigheter til obligasjonene, slik at konvertible obligasjoner og obligasjoner med kjøpsrett omfattes. For obligasjoner er det gitt utfyllende regler om registreringsplikt i forskrift 6. juli 1987 nr. 592 om overgangsregler for pliktig registrering i Verdipapirsentralen og i forskrift 6. april 1990 nr. 274 om pliktig registrering av sertifikater i Verdipapirsentralen. «Norske ihendehaverobligasjoner» er verken definert i vpsloven, forskriftene, eller i lovens forarbeider. *Utvalget* antar, på bakgrunn av valutareguleringsloven § 8, at «norske ihendehaverobligasjoner» omfatter obligasjonslån opptatt av norsk debitor uavhengig av om lånet er i norske kroner eller i utenlandsk valuta. Videre viser *utvalget* til at Finansdepartementet i brev til Norges Bank 29. november 1995 har lagt til grunn at ihendehaverobligasjoner denominert i norske kroner og lagt ut for salg her i landet, er å anse som norske obligasjoner i relasjon til vpsregelverket også der debitor er utenlandsk.

Etter *utvalgets* forståelse av gjeldende rett er det plikt til å registrere obligasjoner utstedt av norsk utsteder i Norge, obligasjoner utstedt av norsk utsteder i utlandet i norske kroner, og obligasjoner utstedt av utenlandsk utsteder i Norge i norske kroner. Det er unntak fra registreringsplikten for norsk utsteder som legger ut lån i utlandet i norske kroner dersom lånet er forbeholdt utlendinger. Registreringsplikten er illustrert i figur 14.1.

Tabell 14.1: Registreringsreglene for obligasjoner

		Utsteder		Utsteder	
		Norsk		Utenlandsk	
Emisjonssted	Norge	kroner	Reg. plikt ¹	kroner	Reg. plikt ²
		Valuta	Reg. plikt ¹	Valuta	ikke regulert
Emisjonssted	Utlandet	kroner	Reg. plikt ³	kroner	ikke regulert
		Valuta	Unntatt ⁴	Valuta	ikke regulert

¹ Hovedregel.

² Jf. Finansdepartementets brev til Norges Bank 29. november 1995.

³ Ikke reg. plikt dersom lånet er forbeholdt utlendinger, jf. forskrift 6. juli 1987 nr. 592.

⁴ Jf. forskrift 6. juli 1987 nr. 592.

I følge forskrift 1. desember 1997 nr. 1247 om registrering av opsjoner og terminer mv. i Verdipapirsentralen § 1 skal finansielle instrumenter som nevnt i verdipapirhandeloven § 1-2 annet ledd nr. 4 til 7 (forskjellige typer derivatkontrakter) og tredje ledd nr. 3 (kjøpsretter, tegningsretter etc.) og som er notert på norsk børs, registreres i VPS. Finansdepartementet kan ved enkeltvedtak gjøre unntak fra registreringsplikten for disse instrumentene.

Det er videre registreringsplikt for aksjer og tegningsretter i norske allmennaksjeselskaper. Det følger også av allmennaksjeloven at allmennaksjeselskaper skal ha aksjeeierregister og tegningsrettsregister i VPS, jf. asal. §§ 4-4 til 4-11.

Forskrift 27. februar 1990 nr. 157 om registrering av utenlandske aksjer og depotbevis for utenlandske aksjer i Verdipapirsentralen bestemmer i § 1 at utenlandske selskaps aksjer og depotbevis for utenlandske aksjer som er notert på norsk børs skal registreres i VPS. Dersom lovgivningen i det utenlandske selskaps hjemland er til hinder for at samtlige aksjer eller depotbevis utstedt av selskapet registreres i VPS, eller dersom aksjene eller depotbevisene også er notert på utenlandsk børs, kan det opprettes et delregister i VPS. Delregisteret skal omfatte den delen av aksjene og depotbevisene som omsettes eller meldes til norsk børs.

I følge forskrift 9. februar 1999 nr. 202 om grunnfondsbevis i sparebanker § 1 skal grunnfondsbevis i sparebanker registreres i VPS. Registreringsplikten for grunnfondsbevis i kredittforeninger og gjensidige forsikringsselskaper er regulert i forskrift 19. oktober 1990 nr. 810 og 811. Forskriftenes § 1 er like lydende:

«For grunnfondsbevis skal det utstedes grunnfondsbrev med mindre grunnfondsbeviset skal være registrert i Verdipapirsentralen, jf. lov om Verdipapirsentral § 1-2, § 1-3 og registreringsforskriftenes ([Link til](#)) kap. 4.»

Reguleringen av grunnfondsbevis vil ha likhetstrekk med reguleringen av aksjer. Henvisningen til vpsl. §§ 1-2 og 1-3 må tolkes slik at børsnoterte grunnfondsbevis pliktes registrert, mens registrering i VPS for øvrig er frivillig. Tolkningen er basert på at det på tidspunktet da forskriften ble gitt, var registreringsplikt for aksjeselskaper knyttet til børsnotering, jf. vpsl. § 1-2.

Det var opprinnelig ingen plikt til registrering i VPS. Det var imidlertid ulike oppfatninger om dette punktet under lovforberedelsene. Arbeidsgruppen som utredet de tekniske og juridiske sidene ved innføringen av VPS hadde foreslått en omfattende registreringsplikt. Finansdepartementet mente imidlertid at VPS kunne bli en «fullt rasjonell og effektiv registreringssentral, og noen registreringstvang burde i så fall være unødvendig», jf. Ot.prp. nr. 83 (1984-85) side 28.

Registreringsplikt for ihendehaverobligasjoner og for aksjer og tegningsrettigheter i norske selskaper notert på norsk børs ble innført ved lov 9. januar 1987 nr. 8. Registreringsplikten var i hovedsak begrunnet i hensynet til å effektivisere skattekontrollen med finansielle instrumenter, og endringen ble gjennomført i forbindelse med skatteopplegget for 1987. Ved samme loven- dring ble ligningsmyndighetene gitt adgang til å kreve kontrollopplysninger direkte fra VPS. Det heter om dette i Ot.prp. nr. 4 (1986-87) blant annet (side 38):

«Departementet ser det slik at når det nå foreslås hjemler for å sikre ligningsmyndighetene adgang til å kreve kontrollopplysninger fra Verdipapirsentralen, så ville det også være sterkt ønskelig med obligatorisk registrering av viktige typer omsettelige fondsaktiver i Verdipapirsentralen. Hvis en ordning med obligatorisk registrering ikke blir innført, vil vedtakelsen av regler som gir ligningsmyndighetene mulighet til en reell og effektiv beskatning av de fondsaktiver som er registrert i Verdipapirsentralen, lett medføre en dreining av markedet over til ikke-registrerte fondsaktiver. Det er allerede beklagelige tendenser til oppsplitting og deling av markedet ved at skattyterne i annonser blir tilbudt å velge mellom obligasjoner som bare registreres hos fondsmeglerforetaket eller obligasjonsutsteder, og obligasjoner som selges uten at det overhodet registreres hvem som er kjøper. Forslaget om obligatorisk registrering må også ses i sammenheng med den sterke veksten i markedet for fondsaktiver i Norge de siste årene. Dersom denne utviklingen ikke følges opp med en tilsvarende utbygging av skattekontrollen, vil man kunne stå overfor en svekkelse av skattefundamentet.»

Registreringsplikten ble også begrunnet i hensynet til en sikker og ordnet handel i finansielle instrumenter, ettersom man ikke anså det tjenlig å ha ett oppgjørssystem for registrerte finansielle instrumenter, og ett for de som ikke var registrerte. Et ytterligere argument for obligatorisk registrering var hensynet til å sikre VPS et tilstrekkelig stort inntektsgrunnlag, ettersom registrering på frivillig basis ikke ble foretatt i så stort omfang som man hadde regnet med ved utarbeidelsen av vpsloven.

14.1.2 Registreringsrett

Vpsl. § 1-3 regulerer hvilke finansielle instrumenter utsteder har rett, men ikke plikt, til å registrere. Bestemmelsen lyder:

«I Verdipapirsentralen kan registreres aksjer i norske aksjeselskaper, norske ihendehaverobligasjoner som ikke omfattes av registreringsplikten i § 1-2, og andeler i norske verdipapirfond.

Kongen kan ved forskrift bestemme at også andre finansielle instrumenter enn de som er nevnt i første ledd kan registreres i Verdipapirsentralen.»

Det følger videre av forskrift 1. desember 1997 nr. 1247 om registrering av opsjoner og terminer mv. i Verdipapirsentralen § 2 at finansielle instrumenter som nevnt i verdipapirhandelloven § 1-2 annet ledd nr. 4-7, som ikke er notert på norsk børs, kan registreres i Verdipapirsentralen. Det samme gjelder for finansielle instrumenter som nevnt i verdipapirhandelloven § 1-2 tredje ledd nr. 3 (kjøpsretter, tegningsretter etc.).

I forskrift 12. desember 1990 nr. 977 om adgang til å registrere utenlandske fondsaktiver i Verdipapirsentralen § 1 er det bestemt at utenlandske finansielle instrumenter som ikke omfattes av registreringsplikten, jf. vpsl. § 1-2 med forskrifter, kan registreres i VPS. Dersom lovgivningen i et utenlandsk selskaps hjemland er til hinder for at samtlige aksjer eller depotbevis utstedt av selskapet registreres i VPS, kan det opprettes et delregister i VPS.

Grunnfondsbevis i kredittforeninger og gjensidige forsikringsselskaper som ikke er registreringspliktige, kan registreres i VPS på frivillig basis.

14.2 Utenlandsk rett

Utvalget nevner innledningsvis at det ikke kjenner til noe annet land, med et mulig unntak for Finland, som har en så omfattende registreringsplikt som Norge.

14.2.1 Dansk rett

Etter gjeldende rett er det ikke lenger registreringsplikt i Danmark. Det var imidlertid tidligere lovfestet en registreringsplikt knyttet til børsnoterte finansielle instrumenter. I forbindelse med vedtakelsen av værdipapirhandelloven ble det av hensyn til det danske kapitalmarkeds konkurranseevne ansett for lite hensiktsmessig å videreføre denneplikten.

Registreringsplikten innebar at bare finansielle instrumenter registrert i Værdipapircentralen kunne noteres på Københavns Fondsbørs, i motsetning til finansielle instrumenter utstedt i fysisk form eller gjennom et utenlandsk registreringssystem. Det framgår av de danske forarbeidene at dette førte til at enkelte danske utstedere, derunder den danske stat, i en viss utstrekning valgte å notere de finansielle instrumentene på utenlandsk børs og registrere dem i noteringslandet. Årsaken til dette var stort sett at utstederne først og fremst henvendte seg til utenlandske investorer. Ved notering av de aktuelle finansielle instrumentene på dansk børs, var utsteder pliktig til å registrere instrumentene i Værdipapircentralen. I de danske forarbeidene ble det anført (Ftt. 1995-96 side 2016):

«Hensynet til det danske kapitalmarkeds konkurrenceevne har betydet, at det ikke længere som efter § 1 i værdipapirsentralloven er hensigtsmæssigt at opretholde et generelt krav om registrering i Værdipapircentralen ved værdipapirers optagelse til notering på en fondsbørs. De seneste års internationalisering af kapitalmarkederne har betydet, at det ligeledes ikke er hensigtsmæssigt at opretholde sondringen mellem udenlandske og danske værdipapirer.

Derfor ophæves det hidtidige krav om at danske aktier og obligationer m.v., der optages til notering på en dansk fondsbørs, skal udstedes igennem en værdipapircentral. Forslaget har til formål at skabe fleksibilitet med hensyn til at indrette sig på fremtidige forhold og gøre det muligt at handle med værdipapirer, som er udstedt af danske udstedere på en dansk fondsbørs, uanset at de måtte være udstedt i en udenlandsk registreringscentral eller opstået på anden måde.»

Etter dansk rett har verdipapirregistrene bare en begrenset skatterapporteringsplikt. Til gjengjeld vil verdipapirforetak ha innberetningsplikt ved handler i bl.a. obligasjoner og derivater. Dersom overdragelsen ikke skjer med eller via et verdipapirforetak vil innberetningsplikten påligge erverver, i visse tilfeller begge parter. For rente av obligasjoner som ikke er deponert eller kontoført i Danmark, påhviler innberetningsplikten innløseren.

Etter dansk rett vil «verdipapirer» kunne registreres, jf. verdipapirhandelloven § 59. Definisjonen av «verdipapir» er gitt i § 2. Den er noe videre enn den gjeldende norske definisjonen av finansielle instrumenter i verdipapirhandelloven § 1-2 annet ledd, ved at blant annet råvareinstrumenter og omsettelige pantebrev med pant i fast eiendom eller løsøre omfattes. Dessuten kan Fondsrådet, som er et uavhengig kollegialt organ bestående av 11 medlemmer innstilt av ulike institusjoner i finansmarkedet, beslutte at andre instrumenter eller kontrakter skal anses som «verdipapirer». Fondsrådet kan dessuten bestemme at nærmere bestemte instrumenter skal unntas fra verdipapirhandelloven.

Fondsrådet er dermed gitt adgang til nærmere å fastlegge rekkevidden til verdipapirhandelloven. Det er imidlertid i forarbeidene fastslått at Fondsrådets adgang til å fastsette regler om at nærmere bestemte instrumenter ikke skal omfattes av loven, bare skal brukes i særlige tilfeller og kun i begrenset omfang, jf. Ftt. 1995-96 side 1976.

Det er det enkelte verdipapirregister som fastsetter regler om hvilke finansielle instrumenter det ønsker å registrere. Dette følger av forskrift nr. 925 av 17. oktober 1995 § 1 stk. 2. Disse reglene skal sikre likebehandling, og de skal godkjennes av den danske tilsynsmyndigheten, Finanstilsynet.

14.2.2 Svensk rett

Etter svensk rett er det bare registreringsplikt for aksjer i avstämningsbolag, jf. lag om kontoföring av finansiella instrument, (1998:1479) 4. [\(Link til\)](#) kap 2 §. Etter aktiebolagslagen (1975:1385) 3. kapittel, 8 § er et «avstämningsbolag» et selskap der det i vedtektene er inntatt et forbehold om at den som på en gitt dag, «avstämningsdagen», er innført i aksjeboken eller i en særskilt fortegnelse over de som er berettiget til å utøve økonomiske rettigheter i stedet for den reelle aksjonæren, skal anses som berettiget til å motta utbytte og fondsaksjer og til å utøve aksjonærenes fortrinnsrett i emisjon. Det er med andre ord opp til selskapet å avgjøre om selskapet skal være et «avstämningsbolag» og dermed registreringspliktig. Aksjer i svenske selskaper som ikke er «avstämningsbolag» kan ikke registreres. Årsaken er at lovgiver har antatt at slik registrering ville kunne skape usikkerhet om rettsvirkningene av registrering.

For øvrig kan svenske og utenlandske finansielle instrumenter registreres, jf. kontoföringslagen 4. [\(Link til\)](#) kap. 3 §. Svenske verdipapirregistre har fått rettslig adgang til å registrere utenlandske fysiske instrumenter. Disse må oppbevares i depot.

OM Stockholmsbørsen har i sine regler satt som vilkår for notering av aksjer og obligasjoner at de er registrert i et svensk verdipapirregister. Det er imidlertid en unntaksbestemmelse for de tilfeller der det er mulighet for å foreta en rasjonell handel på andre måter.

14.2.3 Finsk rett

Registreringsplikt for aksjer og obligasjoner er regulert i lag 17 maj 1991 om värdeandelssystemet (826/91), endret ved lag 20 december 1996 om ändring

av lag om värdeandelssystemet (1073/1996). For aksjer heter det i 25 § «Aktier och värdeandelar som jämsställs med dem»:

«Ett finländskt aktiebolag vars emitterade aktier är föremål för sådan offentlig handel som avses i värdepappersmarknadslagen skall överföra sina aktier till värdeandelssystemet, om inte finansinspektionen av särskilda skäl beviljar dispens.

På anhållan av en emittent kan värdepapperscentralen godkänna att andra aktier än de som nämns i 1 mom. samt andra värdeandelar som avses i 1 ([Link til](#)) kap. 2 § 1 mom. 1, 3 och 4 punkten värdepappersmarknadslagen överförs till värdeandelssystemet. En aktie eller andel som ensam eller tillsammans med andra aktier eller värdeandelar ger rätt att besitta en viss lägenhet eller del av en fastighet får dock inte överföras till värdeandelssystemet.»

Videre heter det i § 26 «Andelar i masskuldebrevslån och därmed jämförbara värdeandelar»:

«Om överföring till värdeandelssystemet av värdepapper som avses i 1 ([Link til](#)) kap. 2 § 1 mom. 2 punkten värdepappersmarknadslagen beslutar värdepapperscentralen på ansökan av den registeransvarige som företräder emittenten. Värdepapperscentralen skall före beslutet underrätta Finlands Bank, ifall det är fråga om en ansökan som har betydelse för skötseln av bankens lagstadgade uppgifter.

I 1 mom. angivna värdepapper vilka emitteras efter en tidpunkt som stadgas i förordning och vilka är föremål för offentlig handel enligt värdepappersmarknadslagen skall överföras till värdeandelssystemet, om inte finansinspektionen av särskilda skäl beviljar dispens. Skyldigheten enligt 2 mom. gäller inte kreditinstitut som direkt eller indirekt ägs av kommuner eller där kommuner har bestämmanderätten.»

Det vil etter det ovennevnte være registreringsplikt for aksjer og obligasjoner opptatt til offisiell handel, med mindre tilsynsmyndigheten har gjort unntak. Slikt unntak kan gis i særlige tilfeller. For andre finansielle instrumenter (aksjer i private aksjeselskaper og utenlandske finansielle instrumenter) bestemmer verdipapirregisteret om instrumentet kan registreres.

14.3 Utvalgets vurderinger

14.3.1 Registreringsrett

Etter *utvalgets* syn bør alle finansielle instrumenter, slik disse til enhver tid er definert i verdipapirhandeloven, kunne registreres i et norsk verdipapirregister. Ved å knytte registreringsretten opp mot definisjonen av finansielle instrumenter i verdipapirhandeloven, vil eventuelle nye finansielle instrumenter kunne registreres i et verdipapirregister med de rettsvirkninger dette medfører. *Utvalget* har ved sin vurdering av omfanget av registreringsretten, lagt vekt på at registrering i et verdipapirregister vil kunne medføre fordeler for markedsaktørene ved at registrering effektiviserer forvaltningen og omsetningen av finansielle instrumenter. Videreføringen av et dokumentløst system medfører at eierskifter og andre transaksjoner kan gjennomføres raskere og sikrere enn det som gjennomgående er tilfelle med fysiske dokumenter. Registrering i et verdipapirregister kan dessuten forenkle gjennomføringen av sel-

skapshendelser og av skatterapportering, og rasjonaliserer utbyttebetalinger, uttrekninger og rentebetalinger. Dette vil også gi investor stor grad av sikkerhet for sine investeringer, ettersom registeret etter utvalgets forslag fortsatt vil være underlagt tilsyn og regler om innretning av registeret, rettsvernsregler mv.

Det vil kunne tenkes finansielle instrumenter som er så atypiske, f.eks. pga. deres kompleksitet, at de vil passe dårlig inn i de foreslåtte registrerings-systemer. *Utvalget* foreslår derfor en hjemmel for departementet til i særlige tilfeller å bestemme at visse finansielle instrumenter ikke skal kunne registreres.

Varederivatutvalget har i NOU 1999:29 foreslått at varederivater blir definert som finansielle instrumenter. Varederivatutvalgets forslag er for tiden til behandling i Finansdepartementet. Dersom varederivatutvalgets forslag vedtas, vil varederivater etter verdipapirsentrallovutvalgets forslag kunne registreres i et verdipapirregister. Etter *utvalgets* syn bør slik registreringsrett gjelde uavhengig av om den underliggende vare eller tjeneste kan registreres.

Utvalget antar at det vil kunne være praktisk at et verdipapirregister registrerer andre typer formuesobjekter enn finansielle instrumenter for dermed å forenkle omsetningen og forvaltningen av disse. *Utvalget* antar at slik registrering vil kunne være aktuell blant annet for klimagasskvoter, selv om slike kvoter ikke er finansielle instrumenter. Kvoteutvalget har i NOU 2000:1 anbefalt at det vurderes om klimakvotene kan komme inn under vpsloven slik at VPS kan være ansvarlig for å drive det norske registeret over klimagasskvoter. Det nevnes i utredningen (side 170) at det forventes at det vil stilles internasjonale krav til registeret dersom Norge skal delta i internasjonal kvotehandel under Kyotoprotokollen. *Verdipapirsentrallovutvalget* kan ikke se at registrering av klimagasskvoter i et norsk verdipapirregister i seg selv er problematisk. Imidlertid må enkelte spørsmål avklares før slik registrering kan påbegynnes, typisk hvilke rettsvirkninger registreringene vil få. Kvoteutvalget uttaler om dette i NOU 2000:1 blant annet (side 170):

«Dersom Verdipapirsentralloven gis anvendelse på kvotesertifikater, vil bestemmelsene i [\(Link til\)](#) kapittel 5 om rettsvirkning av registrering kunne løse enkelte privatrettslige spørsmål i forbindelse med kjøp og salg av kvoter».

De regler verdipapirsentrallovutvalget foreslår, er primært utformet med tanke på finansielle instrumenter. Det vil imidlertid kunne være behov for å registrere andre formuesobjekter enn finansielle instrumenter i et verdipapirregister. Det kan i enkelte tilfeller også være naturlig at rettsvernsreglene foreslått av utvalget får anvendelse på registreringer i disse formuesobjektene, typisk fordi likhetstrekkene med finansielle instrumenter er stor. Dette vil for eksempel kunne være aktuelt dersom varederivater ikke blir definert som finansielle instrumenter. *Utvalget* anser det hensiktsmessig at registrering av andre formuesobjekter med rettsvernsvirkninger kan skje uten særskilt lovregulering i det enkelte tilfelle. *Utvalget* foreslår derfor at departementet gis hjemmel til å utvide registreringsadgangen, med de rettsvirkninger som følger av loven, til andre formuesobjekter enn finansielle instrumenter.

Det vil også kunne være et praktisk behov for at verdipapirregistrene registrerer annet enn finansielle instrumenter uten at disse registreringene får rettsvernsvirkninger. Adgangen for verdipapirregisteret til å foreta denne typen registreringer må betraktes som tilknyttet virksomhet. Verdipapirregistrene kan derfor foreta de aktuelle registreringene, forutsatt at dette ikke er i

strid med virksomhetsbegrensningen. Denne er nærmere beskrevet under [\(Link til \)](#) kap. 13. Ettersom disse registreringene ikke gir rettsverns-virkninger, vil de reelt sett bare være oversikter over rettighetene i de aktuelle formuesobjektene. De vil kunne gi en forenklet oversikt for «utsteder» og gi tilgang til tilleggstjenester tilbudt av verdipapirregistrene, derunder skatterapportering. VPS har fått forespørsler om føring av slike oversikter, bl.a. over de personer som kan begunstiges ved utdelinger fra en stiftelse opprettet av arbeidsgivere til fordel for deres ansatte. Mange av de løsninger som er utviklet for verdipapirfond vil kunne benyttes ved føringen av disse oversiktene, herunder løsninger for servicetjenester og for skatterapportering.

En forutsetning for at verdipapirregistrene skal kunne foreta registreringer med andre virkninger enn de *utvalget* foreslår i [\(Link til \)](#) kap. 18, er at registrene innrettes slik at det blir klart hvilke rettsvirkninger den aktuelle registreringen har. Hva som skal til for å oppnå dette, må vurderes i hvert enkelt tilfelle.

14.3.2 Registreringsplikt

Utvalget har vurdert om det er behov for en videreføring av registreringsplikten for obligasjoner, børsnoterte derivater samt aksjer og depotbevis i utenlandske aksjeselskaper børsnotert i Norge. *Utvalget* har ikke vurdert registreringsplikten for aksjer og tegningsretter i allmennaksjeselskaper. Dette er nylig vurdert i forbindelse med aksjerettsreformen, og *utvalget* har derfor ikke foretatt en ny gjennomgang av de vurderinger som er foretatt av lovgiver i den forbindelse.

Den teknologiske utviklingen og en utvikling i retning av reduserte lovfestede hindringer for kapitalflyt over landegrensene har betydelig påvirkning på verdipapirmarkedene. Utviklingen går i retning av at de internasjonale kapitalmarkedene, herunder verdipapirmarkedene blir stadig mer integrerte. Dette har for eksempel medført at det er blitt mer vanlig at verdipapirforetak er direkte oppkoblet mot andre lands børser og markedsplasser ved såkalt fjernmedlemsskap.

En mulig fremtidig utvikling er at handelen i europeiske finansielle instrumenter i løpet av den nærmeste fremtid vil foregå på noen få store børser og markedsplasser. Det vises i denne sammenheng til [\(Link til \)](#) kapittel 7. Etter *utvalgets* syn bør norske aktører i verdipapirmarkedene i størst mulig grad gis fleksible muligheter til å møte og tilpasse seg den internasjonale utviklingen.

Dersom store deler av verdipapirhandelen kanaliseres til utenlandske markeder, bør utstederne på en enkel måte kunne søke kapital i disse markedene. Det vil i så tilfelle kunne være hensiktsmessig for norske utstedere som har finansielle instrumenter notert på utenlandske markedsplasser, at oppgjør og registrering av deres finansielle instrumenter foretas i oppgjørs- og registreringssystemene i disse markedene.

Utvalget antar at det vil kunne være hensiktsmessig for investor at de finansielle instrumentene er registrert i et register i vedkommendes hjemland. En registreringsplikt i norske registre vil derfor kunne være en konkurranseulempe for norske selskaper som noteres i utenlandske markeder. Det vil imidlertid ikke i alle tilfeller være mest tjenlig for investor med registrering i hjemlandet. Investors kostnader knyttet til verdipapirregistrering avhenger av hvordan det aktuelle verdipapirregisteret har valgt å fordele kostnadene ved registreringen mellom utstederne og investorene, og av hvilke priser eventuelle kontoførere og forvaltere krever av investor. I tillegg vil en adgang til forvalterregistrering kunne gjøre det enklere for utenlandske investorer å handle

i finansielle instrumenter registrert i et norsk verdipapirregister. Videre har *utvalget* foreslått i utkastet § 7-5 at et verdipapirregister i sine interne regler skal kunne fastsette hvem som skal kunne foreta registreringer direkte i registeret. Denne tilgangen kan også gis utenlandske institusjoner. Dette er nærmere drøftet i kapittel 16.

Den økende globaliseringen av verdipapirhandelen medfører at det vil kunne være problematisk for det norske markedet om en eventuell registreringsplikt knyttes til notering på norsk børs eller markedsplass. Dette kan medføre at utstedere med ønske om å innhente utenlandsk kapital velger bare å notere instrumentet på utenlandsk børs.

Utvalget har som utgangspunkt at en plikt til registrering i et norsk verdipapirregister bare bør lovfestes dersom de hensyn som begrunner en slik plikt anses tungtveiende i forhold til de hensyn til fleksibilitet som er omtalt over.

Etter *utvalgets* syn er hensynet til en effektiv skattekontroll det mest tungtveiende hensynet bak dagens registreringsplikt, for andre finansielle instrumenter enn aksjer. Dersom dette hensynet ikke lenger har tilstrekkelig vekt i forhold til motstridende hensyn, eller dersom skattekontrollen kan ivaretas på annen måte, bør registreringsplikten etter *utvalgets* syn ikke opprettholdes.

Utvalget foreslår som nevnt at VPS' enerett til registrering oppheves, og at registreringsvirksomhet blir underlagt en konsesjonsordning. *Utvalget* foreslår videre at utsteder selv skal kunne velge hvor det aktuelle finansielle instrumentet skal registreres. *Utvalget* antar at det er lite realistisk at utsteder ønsker å utstede fysiske dokumenter, slik at alternativet til registrering av de finansielle instrumentene i norske verdipapirregistre, vil være registrering i et utenlandsk register, eventuelt i norsk register uten negotiabilitetsvirkninger. Etter *utvalgets* syn bør et system basert på konkurranse på registreringstjenester gi utstederne et reelt valg med hensyn til hvor de finansielle instrumentene skal registreres, inkludert utenlandske registre. Dersom effektiv skatterapportering kan skje på tilfredsstillende måte, kan *utvalget* ikke se hensyn som kan tilsi et krav om registrering i et norsk register. *Utvalget* antar en reell valgmulighet vil øke konkurransen på registreringstjenester, og at dette vil kunne komme investorene og utstederne til gode.

Utvalget viser til at det i de senere år har vært en betydelig liberalisering av regelverket for valutaflyt over landegrensene. I juli 1990 ble de fleste restriksjonene opphevet, og erstattet med en meldeplikt av hensyn til skattekontroll og statistikk. Imidlertid måtte utenlandske finansielle instrumenter handles gjennom norsk verdipapirforetak. Med virkning fra 12. januar 1994 ble denne begrensningen opphevet, og utenlandske finansielle instrumenter kan etter dette tidspunkt fritt handles gjennom utenlandsk verdipapirforetak. Gjeldende regler er heller ikke til hinder for at «innlending» etablerer bankkonto i utenlandsk bank. Etter *utvalgets* syn vil omsettelige finansielle instrumenter i noen grad kunne sammenlignes med valuta, og særlig gjelder dette obligasjoner. På denne bakgrunn antar *utvalget* at de samme hensyn som ble lagt til grunn ved opphevelsen av valutarestriksjonene, også vil kunne gjøre seg gjeldende i forhold til en mindre restriktiv regulering av handel i obligasjoner.

Utvalget vil understreke at den enkelte skatteyder vil ha opplysningsplikt om alle forhold av betydning for skatteplikten, jf. ligningsloven ([Link til](#)) kapittel 4. Dette vil gjelde for obligasjoner registrert i utenlandske verdipapirregistre på lik linje med for eksempel innskudd i utenlandske banker. Når det gjelder spørsmålet om opphevelse av registreringsplikten for eksempel for

obligasjoner, er det derfor skattekontrollhensynet som kan være avgjørende. *Utvalget* antar at hensynet til en effektiv skatterapportering kan ivaretas i tilstrekkelig grad ved at rapporteringsplikten pålegges utsteder. Utsteder vil i så fall kunne velge om vedkommende selv skal utføre rapporteringen eller om den skal overlates til det aktuelle verdipapirregisteret. *Utvalget* anbefaler at det vurderes en regel om at utstedelse av norske finansielle instrumenter bare kan skje via registre som utsteder kan dokumentere oppfyller de krav som stilles til skatterapportering dersom utsteder selv ikke skal utføre rapporteringen. Dette kan eventuelt sikres ved at det etableres en ordning for forhåndsgodkjennelse fra norske myndigheter av de verdipapirregistrene der norske utstedere kan la registrere de finansielle instrumentene.

Utvalget legger til grunn at norske utstedere kan pålegges en slik rapporteringsplikt. Imidlertid antar *utvalget* at dersom en norsk debitor utsteder et lån i norske kroner i utlandet, vil det ikke være behov for skatterapportering dersom lånet er forbeholdt utlendinger, sammenlign gjeldende rett. Et eventuelt unntak bør også gjelde for norske verdipapirforetak slik at disse kan delta i tilretteleggelsen av slike lån.

Etter gjeldende rett plikter utenlandsk utsteder å registrere obligasjonslån i VPS dersom lånet er denominert i norske kroner og utstedt i Norge. Det kan stilles spørsmål om en slik registreringsplikt er problematisk i forhold til EØS-reglene om fri flyt av kapital. Videre kan det være vanskelig å vurdere hvorvidt et lån kan sies å være lagt ut i Norge eller ikke. *Utvalget* finner det usikkert om den skisserte rapporteringsplikten kan pålegges utenlandske utstedere.

Utvalget har ikke forutsetninger for å vurdere i hvilken grad *utvalgets* forslag i tilstrekkelig grad ivaretar skattekontrollhensynet. Det legges til grunn at Finansdepartementet vurderer eventuelle andre løsninger for skattekontrollen. Det legges videre til grunn at Finansdepartementet vurderer hvorvidt *utvalgets* forslag krever endringer i ligningsloven.

Utvalget foreslår dessuten å oppheve negotiabiliteten til fysiske ihendehaverobligasjoner. Bakgrunnen er at det ikke anses hverken nødvendig eller hensiktsmessig med handel i fysiske dokumenter. Dersom negotiabiliteten oppheves, vil neppe fysiske ihendehaverobligasjoner være noe realistisk alternativ til registrering i et register med negotiabilitetsvirkninger. Det er vanskelig å føre en effektiv kontroll med omsetningen og beskatningen av fysiske obligasjoner. Dette illustreres ved at det før innføringen av registreringsplikt i 1987 var et ikke ubetydelig skatteproblem knyttet til fysiske ihendehaverobligasjoner. *Utvalget* foreslår derfor en opphevelse av bestemmelsen i lov 17. februar 1939 nr. 1 om gjeldsbrev (gbl.) § 11 annet ledd nr. 1. Denne bestemmelsen fastslår at et gjeldsbrev er et omsetningsgjeldsbrev når det lyder på ihendehaveren eller ikke sier hvem gjelden skal betales til. *Utvalget* legger til grunn at en opphevelse av gbl. § 11 annet ledd nr. 1 ikke vil være til hinder for at det utstedes fysiske ihendehaverobligasjoner i markeder som ikke reguleres av norsk rett, dersom dette skulle være aktuelt.

Etter *flertallets* forslag (alle unntatt *Ask*, *Kleven* og *Krokeide*) oppheves registreringsplikten for norske ihendehaverobligasjoner, børsnoterte derivater samt aksjer og depotbevis i utenlandske aksjeselskaper børsnotert i Norge.

Dersom det skulle være behov for at finansielle instrumenter som er notert på norsk børs, eller som er tatt opp til handel på autorisert markeds plass, er registrert i et norsk verdipapirregister, vil dette kunne sikres ved at børsene og markeds plassene har adgang til å stille registrering som vilkår for notering eller opptak til handel. *Utvalget* nevner i så henseende at OM Stockholms-

børsen i utgangspunktet krever at aksjene og obligasjonene er registrerte i VPC. I Finland er det lovfestet en registreringsplikt for finske børsnoterte aksjer, dog slik at den finske tilsynsmyndigheten kan gjøre unntak fra denne plikten. Det er hverken i dansk lov eller i Københavnbørsens regelverk stilt krav om registrering i danske verdipapirregistre for finansielle instrumenter notert på dansk børs.

Utvalget antar at gjeldende børslov § 4-3 tredje ledd gir hjemmel til å stille vilkår om registrering i et norsk verdipapirregister. I utkast til ny børslov i NOU 1999:3 er det foreslått et tosporet system, der Kongen kan gi forskrifter om opptak av finansielle instrumenter til notering på børs, jf. utkastets § 5-6 tredje ledd. Innenfor rammen av lov og forskrifter kan børsene selv gi nærmere regler for opptak til notering jf. utkastets § 5-1 tredje ledd. Videre vil utkastet § 6-1 femte ledd gi autoriserte markedsplasser adgang til å sette vilkår for opptak av finansielle instrumenter til handel. *Utvalget* antar dette gir adgang til å sette som vilkår for opptak av finansielle instrumenter på norsk børs eller norsk autorisert markedsplass at instrumentene er registrert i et norsk verdipapirregister. Tilsvarende vil en oppgjørssentral etter vphl. ([Link til](#)) kap. 6 kunne stille som vilkår for oppgjør av derivatkontrakter at disse registreres i et norsk verdipapirregister.

Utvalgets mindretall (*Ask, Kleven og Krokeide*) er i tvil om det foreligger tilstrekkelig grunnlag for å oppheve registreringsplikten for obligasjoner.

Mindretallet viser til den begrunnelse utvalget har gitt under pkt. 14.3.1 med hensyn til registreringsrett. Utvalget legger der vekt på at videreføring av et dokumentløst system bl.a. vil kunne effektivisere forvaltning og omsetning av finansielle instrumenter, rasjonalisere uttrekninger og rentebetalinger og gi investorbeskyttelse. *Mindretallet* stiller seg tvilende til om opprettholdelse av registreringsplikt for obligasjoner vil ha noen form for «konkurransmessig betydning» for utstedere av kronelån. Det samme gjelder for de øvrige aktuelle instrumenter. *Mindretallet* har for øvrig lagt særlig vekt på at opphevelse av registreringsplikten vil innebære svekkelse av kontrollmulighetene for både Kredittilsynet og skattemyndighetene. Det vises her til *mindretallets* disSENS til utvalgets forslag om forvalterregistrering.

Da de nye aksjelovene ble vedtatt ble plikten til å føre aksjeeierregistre opprettholdt for både allmennaksjeselskap og aksjeselskap. Regelen om full offentlighet rundt registrene ble dessuten videreført. Stortingets begrunnelse for videreføring av rettstilstanden var at offentlighet rundt eierskap i næringslivet er et sentralt element i et moderne demokrati. Selv om hovedregelen er registreringsplikt, foreligger det i dag ikke noen regel om offentlighet rundt eierskap i andre finansielle instrumenter. *Mindretallet* mener at tilsvarende begrunnelse kan tale for offentlighet rundt eierskap i andre finansielle instrumenter. Hvem som er tunge eiere i obligasjoner kan således også være av stor samfunnsmessig betydning. Det gjøres oppmerksom på at muligheten til å etablere offentlighet i realiteten går tapt dersom reglene om registreringsplikt for finansielle instrumenter notert på norsk børs oppheves.

Kapittel 15

Forvalterregistrering

15.1 Innledning

15.1.1 Kort om forvalterregistrering

Forvalterregistrering i et verdipapirregister innebærer at en investors finansielle instrumenter står på en konto som er registrert i en forvalters navn. En forvalter er som regel en bank eller et verdipapirforetak. Slike konti vil normalt være merket som forvalterkonti slik at det fremgår av verdipapirregisteret at de reelle eiere er andre enn forvalteren. Dette kan ha rettsvirkninger for utøvelsen av rettigheter knyttet til instrumentene. Ordningen skiller seg fra tilfelle der en annen enn rette eier er innført i registeret uten at dette bekjentgjøres for registeret og andre. Vedkommende vil, i motsetning til en forvalter, fremstå som rette eier. Forvalteren må, for å ha oversikt over hvilke investorer som eier hva, selv sørge for å ha et internt register hvor de virkelige eierne av posisjonene på forvalterkontoen framgår. Forvalterordninger vil være regulert i avtaler mellom partene.

15.1.2 Utvalgets mandat

Det følger av *utvalgets* mandat at utredningen bl.a. skal omfatte en vurdering av «innsyn i VPS-registeret, herunder spørsmål knyttet til forvalterregistrering». Finansdepartementet har senere overfor *utvalget* presisert at innlendings adgang til forvalterregistrering av aksjer ikke omfattes av *utvalgets* mandat. For såvidt gjelder aksjer legger *utvalget* derfor til grunn at det bare er spørsmålet om forvalterregistrering for utenlandske aksjonærer som hører inn under dets mandat. For andre finansielle instrumenter som er registrert i et verdipapirregister legger *utvalget* til grunn at mandatet omfatter forvalterregistrering generelt, herunder spørsmålet om norske og utenlandske eiere bør ha plikt til å la seg registrere i rettighetsregisteret under eget navn eller skal kunne velge å la seg registrere via en forvalter.

15.2 Gjeldende rett

15.2.1 Norsk rett

15.2.1.1 Forvalterregistrering av aksjer, tegningsretter og grunnfondsbevis

For aksjer er utgangspunktet etter norsk rett at den reelle eier skal være innført i aksjeeierregisteret. Dette fremgår av allmennaksjeloven (asal.) § 4-4. Forvalterregistrering representerer et unntak fra dette utgangspunktet. Adgangen til forvalterregistrering ble første gang innført i 1985 i forbindelse med opprettelsen av Verdipapirsentralen for å legalisere praksis, jfr aksjeloven av 1976 § 3-14.³ Før aksjeloven § 3-14 ble gitt i 1985 var det ikke

3. Ot. prp. nr. 84 (1984-85) s. 33.

lovlig adgang til forvalterregistrering. Likevel forekom det utstrakt bruk av forvalterregistrering. Justisdepartementet valgte å lovfeste praksis, jf. Ot.prp. nr. 84 (1984-85) s. 33. Det ble bl.a. lagt vekt på at plikt for utenlandske aksjonærer til å være registrert under eget navn i aksjeeierregisteret ville medføre at de ville måtte opprette vpskonto med norsk institusjon som kontofører dersom det ikke ble åpnet for forvalterregistrering. Dette er en konsekvens av den i praksis svært nære sammenhengen mellom verdipapirregisteret og aksjeeierregisteret, som dannes av opplysningene registrert i verdipapirregisteret. En plikt til å stå innført under eget navn i aksjeeierregisteret medfører derfor at aksjeeieren vanskelig kan være forvalterregistrert i verdipapirregisteret. En løsning der alle utenlandske aksjonærer måtte opprette vpskonto i eget navn ble ansett lite praktisk og kunne bidra til å hemme omsetningen av norske aksjer i utlandet. Løsningen kunne også være i strid med utenlandske bestemmelser om forbud mot at deres valutainnlendinger åpnet konti i utenlandske banker. Alternativet var at utenlandske banker og meglere ble tillatt å være kontoførere i VPS. Dette ble ikke ansett ønskelig.

Asl. av 1976 § 3-14 er videreført tilnærmet uendret i asal. § 4-10. Av bestemmelsen følger at en bank eller annen forvalter som er godkjent av Kongen kan føres inn i aksjeeierregisteret i stedet for en utenlandsk aksjeeier. 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, se asal. § 4-10 annet ledd. Forvalter plikter å gi selskapet og offentlige myndigheter opplysninger om hvem som eier de aksjene forvalteroppdraget omfatter, og om hvor mange aksjer den enkelte eier, jf. asal. § 4-10 fjerde ledd. Forvalter vil normalt ha fullmakt til å råde over investors aksjer med de rettsvirkninger som følger av vpsl. ([Link til](#)) kap. 5. En forvalter kan imidlertid ikke utøve andre rettigheter i selskapet enn retten til å motta utbytte eller andre utdelinger på de aksjer forvalteroppdraget omfatter, herunder tildeling av nye aksjer ved kapitalforhøyelse, se asal. § 4-10 tredje ledd.

Dagens hovedregel etter asal. § 4-10 er at forvalterregistrering bare kan omfatte aksjer notert på utenlandsk børs. Kredittilsynet har imidlertid, i de seneste årene, rutinemessig benyttet 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.

Aksjelovutvalget uttalte i NOU 1996:3 s. 77 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 Ot.prp. nr. 23 (1996-97) på s. 99 la Justisdepartementet til grunn at det fortsatt bør være full åpenhet omkring eierforholdene i norsk næringsliv. Departementet gikk inn for en videreføring av reglene om aksjeeierbok og aksjeeierregister, og fastslo at disse fortsatt skal være tilgjengelig for enhver. Det ble fremhevet at en slik åpenhet hører naturlig hjemme i et demokratisk samfunn og at dette er en viktig forutsetning for at pressen skal kunne avdekke kritikkverdige forhold i næringslivet. Dessuten ble det vist til at bedret informasjonsflyt som oftest er gunstig for markedets samfunnsøkonomiske effektivitet. Stortinget sluttet seg til dette synet i Innst.O. nr. 80 på s. 25. I Ot.prp. nr. 23 (1996-97) heter det blant annet (side 100):

«Som det ble uttalt i Ot prp nr. 36 (1993-94) er departementet av den oppfatning at det er god grunn til å se nærmere på reglene om forvalterregistrering, men at dette bør gjøres gjenstand for en egen utredning. I samråd med Finansdepartementet foreslås det derfor at reglene

videreføres uendret i denne omgang, og at man i stedet kommer tilbake med eventuelle forslag om lovendringer ved en senere anledning. Departementet har etter dette ikke fulgt opp Aksjelovutvalgets endringsforslag, uten at dette betyr at departementet går imot forslagene. Enkelte rent lovtekniske endringer er likevel fulgt opp.»

Som nevnt er det bare utenlandske investorer som har adgang til forvalterregistrering av aksjer. Hverken asal. § 4-10 eller forarbeidene angir hvem som skal regnes som utlendinger etter bestemmelsen. Etter langvarig og sikker forvaltningspraksis legges imidlertid domisilprinsippet til grunn. For fysiske personer er dermed bopel avgjørende. For juridiske personer er det naturlig å ta utgangspunkt i hvor selskapet er registrert, eller hvor hovedkontoret ligger. Andre omstendigheter kan imidlertid ha betydning for avgjørelsen.

Reglene om forvalterregistrering gjelder i utgangspunktet bare for allmennaksjeselskaper. I henhold til asal. § 4-4 gjelder registreringsreglene i lov om allmennaksjeselskaper når aksjeselskapers aksjer er registrert i VPS. Asal. § 4-10 om forvalterregistrering regulerer spørsmålet om hvem som skal føres inn i aksjeeierregisteret. Utvalget antar således at regelen må betraktes som en regel om registrering, slik at den kommer til anvendelse for vps-registrerte aksjeselskaper. At asal. § 4-10 er ment å videreføre rettstilstanden etter aksjeloven av 1976 § 3-14 støtter denne tolkningen, idet de eldre regler gjaldt for aksjer registrert i VPS. I aksjeloven av 1976 ble det imidlertid ikke skilt mellom allmennaksjeselskap og aksjeselskap slik tilfellet er etter de nye aksjelovene. I kommentarutgaven til de nye aksjelovene legges det på side 874 til grunn at reglene om forvalterregistrering bare gjelder allmennaksjeselskap.⁴ Rettstilstanden synes dermed noe usikker.

Asal. § 4-10 er i § 4-11 gitt tilsvarende anvendelse på registreringer i tegningsrettsregisteret som skal føres i Verdipapirsentralen. Bestemmelsen er også gjort gjeldende for grunnfondsbevis i sparebanker, kredittforeninger og gjensidige forsikringsselskap.⁵ For andre finansielle instrumenter er det ikke gitt regler om forvalterregistrering.

Loven angir ikke bestemte krav til forvalteren, men vedkommende må være godkjent av Kongen (myndigheten er delegert til Kredittilsynet). Det er opplyst at Kredittilsynet legger særlig vekt på om vedkommende er under offentlig tilsyn i hjemstaten. En lang rekke institusjoner er gitt tillatelse til å opptre som forvalter i Norge. Det er imidlertid ikke gitt tillatelse til enkeltpersoner. Som vilkår for tillatelsen kreves at forvalteren fører et eierregister som til enhver tid viser hvem som er de reelle eierne av aksjene forvalteroppdraget omfatter. Det kreves videre at norske myndigheter til enhver tid skal ha tilgang til de opplysninger som fremgår av dette eierregisteret. Der forvalter etter sitt hjemlands rett er underlagt sekretersebestemmelser, stilles det også vilkår om at forvalter skal innhente forhåndssamtykke fra hver enkelt kunde til at opplysningene om eierforholdet kan gis til norske myndigheter. Kredittilsynet har i enkelte tilfelle trukket tilbake tillatelsen til å opptre som forvalter.

4. «Aksjeloven og allmennaksjeloven», skrevet av Magnus Aarbakke, Jan Skåre, Gudmund Knudsen, Tone Ofstad og Asle Aarbakke (Tano Aschehoug 1999)

5. Forskrift av 09.02.99 om grunnfondsbevis i sparebanker § 1, forskrift av 19.10.90 om grunnfondsbevis i kredittforeninger § 4, og forskrift av 19.10.90 om grunnfondsbevis i gjensidige forsikringsselskaper § 4. Det nevnes for øvrig at forskrift om VPS-registrering av utenlandske aksjer notert på norsk børs av 27. februar 1990 nr. 157 § 2 gir aksjelovens regler om registrering anvendelse så langt de passer.

Årsaken har vært manglende evne, eller vilje, til å opplyse om reell eiers identitet.

15.2.1.2 Forvalterregistrering av andre finansielle instrumenter

Andre registrerte finansielle instrumenter kan være obligasjoner, sertifikater, derivater og andeler i verdipapirfond. For finansielle instrumenter som er registrert i VPS, fastslår vpsl. § 4-1 første ledd 2. pkt. at «kontohavers beholdning av fondsaktiver, eventuelt del av beholdning dersom investor har flere konti, ...» skal registreres. Det samme er forutsatt i forskrift 22. mai 1986 nr. 1157 om registrering i Verdipapirsentralen. Forskriftens § 1 fastslår at det, ved åpning av konto, skal registreres en rekke opplysninger om kontohaver, bl.a. navn og adresse, fødselsnummer eller organisasjonsnummer og statsborgerskap. Disse opplysningene skal undergis betryggende kontroll. Er det grunn til å tro at noen søker å opprette konto basert på feilaktige opplysninger, skal vedkommende avvises. Også forskrift av 29. august 1986 nr. 1730 om innkalling av sirkulerende ihendehaverobligasjoner forutsetter at reell eier skal registreres. Et av de viktigste formålene med innføringen av obligatorisk registrering av en rekke instrumenter var for øvrig å lette skattemyndighetenes kontrollmuligheter. Imidlertid er regelverket praktisert slik at det i dag eksisterer vpskonti i registrering i fremmed navn for obligasjoner og sertifikater. Rettstilstanden må betraktes som usikker.

Forvaltningsselskap for verdipapirfond plikter ikke å registrere fondsandeler i VPS. Dette framgår både av vpfl. §§ 6-2 og 6-3 og av vpsl. § 1-3 sammenholdt med vpsl. § 1-2. Imidlertid skal forvaltningsselskapene føre en fortegning over andelseierne. Kredittilsynet har lagt til grunn at det foreligger plikt for andelseiere i verdipapirfond til å la seg registrere i andelseierregisteret under eget navn. Plikten utledes av verdipapirfondloven § 6-4 første ledd sammenholdt med forarbeidene.⁶ Plikten gjelder uavhengig av om andelene er registrert i VPS eller om andelseierregisteret føres hos foretaket.

Etter gjeldende rett er det plikt til å registrere børsnoterte derivater i Verdipapirsentralen, jf. forskrift 1. desember 1997 nr. 1247 om registrering av opsjoner og terminer mv. i Verdipapirsentralen § 1. I henhold til bestemmelsens annet ledd kan også ikke-børsnoterte derivater registreres. Norsk Oppgjørssentral ASA (NOS) stiller vilkår om registrering i VPS ved clearing av derivatkontrakter. Registreringen skjer på sluttkundens VPS konto. På kontoen registreres derivatkontrakter og eventuelle andre finansielle instrumenter som benyttes som marginsikkerhet. Kontoen er pantsatt til fordel for NOS.

15.2.2 Utenlandsk rett

15.2.2.1 Generelt

Idet utenlandsk rett stort sett har sammenfallende regler for forvalterregistrering av aksjer og andre finansielle instrumenter omfatter gjennomgangen nedenfor alle typer instrumenter. I de fleste sammenlignbare land er registreringssystemene for finansielle instrumenter bygget på forvalterregistrering. Investorene har sine verdipapirer i depot eller elektronisk registrert hos en eller flere forvaltere, som igjen er registrert i verdipapirregistre. Den reelle eier er dermed ikke registrert. Dette gjelder blant annet USA, Tyskland og Sveits. I Danmark, Finland, Sverige og Hellas er utgangspunktet at hver inves-

6. Se Ot.prp. nr. 68 1980-81 s. 22

tor har konto i eget navn i verdipapirregisteret. Forvalterregistrering kan imidlertid, i varierende omfang, velges. I England har investor adgang til å ha en egen konto i registeret. Investorene føres i så fall inn i registeret under eget navn. For å ha egen konto kreves imidlertid dataforbindelse med registeret, eller avtale med en annen om bruk av vedkommendes dataforbindelse.

Årsaken til at registreringssystemene i de fleste andre land er basert på forvalterregistrering er historisk og praktisk betinget. Tidligere var finansielle instrumenter representert ved fysiske dokumenter. Forvalterregistrering lettet handelen, fordi det ikke var nødvendig med overlevering av de finansielle instrumentene fra kjøper til selger. Det samme gjaldt ved pantsettelse. De fleste land har valgt å beholde systemet med forvalterregistrering selv om systemene i dag kan håndtere registrering på investornivå.

15.2.2.2 Dansk rett

Utgangspunktet i dansk rett er at investor skal ha sin egen verdipapirkonto, jf. værdipapirhandelloven § 6. Både danske og utenlandske investorer kan imidlertid velge om de vil registrere finansielle instrumenter på egne konti, eller ha dem på en samlekonto. Samlekonti skal avmerkes i verdipapirregisteret, jf. værdipapirhandelloven § 72 stk. 2. Det stilles ingen krav til den som kan ha en samlekonto. Også enkeltpersoner kan dermed etablere en samlekonto. Det kreves heller ikke offentlig godkjenning. Ved forvaltervirksomhet av en viss størrelsesorden forutsettes det i betenkning nr. 1290 1995 (Børsreform II) (side 123) at det vil kreves tillatelse som verdipapirregister.

Verdipapirregistrene har en viss plikt til skatterapportering. Værdipapirhandelloven § 87 gir Finanstilsynet rett til å kreve opplysninger fra bl.a. verdipapirregistre og kontoførere i den grad dette er nødvendig for dets virksomhet. Verdipapirregistrenes taushetsplikt etter værdipapirhandelloven § 60 stk. 2-4 går imidlertid foran denne opplysningsplikten. I enkelte tilfeller kan det bli nødvendig med en rettslig kjennelse for å få opplysninger, typisk hvis en privatperson nekter å utlevere opplysninger. Et lovforslag som vil gi Finanstilsynet adgang til opplysninger fra verdipapirregistrene i bl.a. saker om kursmanipulasjon og innsidehandel er våren 2000 til behandling i Folketinget.

I Danmark er det ikke full offentlighet omkring aksjeselskapenes eierforhold. Selv ikke selskapet har krav på å få opplysninger om aksjonærenes identitet. Aksjonærer som erverver mer enn 5 % av selskapet skal imidlertid gi melding til selskapet, og opplysningene om deres identitet skal være allment tilgjengelige, jf. lov om aktieselskaber §§ 28 a og 28 b.

Det er heller ikke innsyn i opplysninger om andre finansielle instrumenter enn aksjer. Dette gjelder både for utstedere og allmennheten.

15.2.2.3 Svensk rett

Utgangspunktet i svensk rett er at rette eier skal innføres i registrene. På 70-tallet ble det imidlertid åpnet adgang til forvalterregistrering for å forenkle håndteringen av den store mengden aksjebrev som ble forvart i depot, bl.a. i bankene. Reglene gjelder i dag alle typer finansielle instrumenter som er registrert i et verdipapirregister. Både utenlandske og svenske investorer kan la seg forvalterregistrere, og et betydelig antall svensk investorer har valgt forvalterregistrering.

Forvalterkonti skal merkes slik at det fremgår at det er tale om et forvalteroppdrag. Det er verdipapirregistrene (pt. bare VPC) i Sverige som godkjen-

ner forvalterne. Forvalteren skal være en juridisk person og tilhøre den gruppen av foretak som kan være kontoførere for andre enn seg selv, dvs. sentralbanker, clearingorganisasjoner, verdipapirregistre og verdipapirforetak. Forvalteren kan være svensk eller utenlandsk. VPC har adgang til å stille vilkår for tillatelsen. Manglende overholdelse av vilkårene kan medføre tilbakekall av tillatelsen.

Ved etterforskning av brudd på innsideregeler kan den svenske tilsynsmyndigheten, Finansinspektionen, kreve opplysninger direkte fra forvalterne om hvem som hos dem er registrert som eier. Skattemyndighetene kan dessuten kreve opplysninger fra forvalterne. I motsetning til svenske forvaltere har imidlertid ikke utenlandske forvaltere en lovregulert innberetningsplikt til svenske myndigheter. Det er imidlertid forutsatt i forarbeidene, prp. 1997/98: 160 (side 120 og 126), at verdipapirregisteret skal sette som vilkår for tillatelsen at utenlandske forvaltere gir opplysninger til svenske myndigheter i samme omfang som svenske forvaltere etter loven plikter å gjøre dette.

På begjæring fra verdipapirregisteret plikter både svenske og utenlandske forvaltere å opplyse om rette eiers identitet, og om hvor mange aksjer den enkelte eier. Selskapet kan få opplysningene hos verdipapirregisteret. Verdipapirregisteret plikter å innhente opplysninger om aksjonærene på selskapets begjæring. I særlige tilfeller kan det gjøres unntak fra forvalters plikt til å gi opplysninger til verdipapirregisteret. I forarbeidene til kontoföringslagen er det imidlertid forutsatt at dispensasjonspraksis skal være streng. Dispensasjonshjemmelen er først og fremst tatt med for at utenlandske verdipapirregistre skal kunne bygge linker til de svenske verdipapirregistrene. I henhold til forarbeidene skal dispensasjon i alminnelighet gis dersom det er nødvendig for å oppnå linksamarbeid.

Allmennheten har rett til innsyn i eierforholdene til aksjeselskapene, jf. kontoföringslagen 3. ([Link til](#)) kap. 13 §. Det er ikke gitt regler om allment innsyn i eierforholdene til andre finansielle instrumenter enn aksjer. Alle aksjonærer med mer enn 500 aksjer i et selskap skal innføres i en oversikt over selskapets eiere, som tilsvarende det norske aksjeeierregisteret. Det skal dessuten for hvert aksjeselskap finnes en oversikt hos verdipapirregisteret over aksjonærer med mer enn 500 forvalterregistrerte aksjer. Imidlertid er det ikke nødvendigvis den reelle aksjeeieren som står innført i oversikten, men den som er oppført hos forvalteren som eier av aksjene. Mange av dem som er oppført i oversikten er derfor selv forvaltere. Utskrift av aksjeboken og oversikten over de forvalterregistrerte aksjonærene skal være tilgjengelige for enhver på selskapets hovedkontor og hos verdipapirregisteret. Utskriftene skal ikke være eldre enn 6 måneder.

15.2.2.4 Finsk rett

Hovedregelen i finsk rett er at det er reell eier som skal være registrert. Kun utenlandske investorer har adgang til forvalterregistrering. Finske statsborgere og finske organisasjoner eller stiftelser kan imidlertid forvalterregistrere obligasjoner. Forutsetningen i disse tilfeller er at forvalteren er et utenlandsk verdipapirregister, oppgjørssystem eller depotinstitutt. Departementet kan begrense retten til å forvalterregistrere andre registrerte finansielle instrumenter enn obligasjoner, dersom de ikke er gjenstand for offentlig handel i utlandet.

Det er bare registerførere, Finlands nasjonalbank samt utenlandske sentralbanker og verdipapirforetak som kan være forvaltere. I tillegg kan verdipa-

pirregisteret godkjenne et utenlandsk verdipapirregister, oppgjørssystem eller depotinstitutt som forvalter. Også utenlandske organisasjoner kan godkjennes som forvalter av verdipapirregisteret.

Forvalterkonti skal merkes slik at det fremgår at det dreier seg om et forvalterforhold. For aksjer kan forvalteren ikke utøve andre aksjonærrettigheter enn retten til å motta utbytte, konvertering eller ombytting av det finansielle instrumentet eller deltagelse i emisjoner.

Forvalteren skal på forespørsel gi den finske tilsynsmyndigheten opplysninger om hvem som er den reelle eieren, og om hvor mange finansielle instrumenter vedkommende eier. Er navnet på reell eier ikke kjent for forvalteren, skal det isteden gis informasjon om hvilken representant for den reelle eier som står registrert hos forvalter, og om hvor mange 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 når det gjelder finske aksjonærer, men ikke når det gjelder utenlandske. Både finske og utenlandske investorer må imidlertid flagge sitt erverv når de har mer enn 5 % av aksjene eller stemmene i et selskap. Det er ikke innsyn i eierforholdene til andre finansielle instrumenter.

15.3 Utvalgets vurderinger

15.3.1 Generelt

Utvalget har tatt utgangspunkt i at det er behov for et effektivt og velfungerende verdipapirmarked i Norge. Dette er bl.a. viktig for norske bedrifters mulighet til å hente inn kapital på rimeligste måte. Verdipapirmarkedet bør være mest mulig likvid. For å oppnå dette er det viktig at et stort antall investorer er i markedet. *Utvalget* legger derfor betydelig vekt på at det norske verdipapirmarkedet oppfattes som attraktivt også av utenlandske investorer. Utenlandske investorer er allerede sterkt inne i det norske markedet og hadde 31. januar 2000 en eierandel på 31,1 % av verdien av aksjene notert på Oslo Børs. Utlendingenes eierandel i obligasjoner er en del lavere med 11,5 % av totalverdiene, men hele 27,2 % av statsobligasjonene. I verdipapirfond registrert i VPS, eier utenlandske investorer 3,3 % av verdiene. Etter *utvalget*ssyn kan det være uheldig for likviditeten i det norske verdipapirmarkedet om utenlandske investorer reduserer sine investeringer i det norske markedet. Dette gjelder både førstehånds- og annenhåndsmarkedet.

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 aksjeemisjoner. *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 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 fordeler av forvalterregistrering.

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. Enkelte utenlandske investorer plikter for øvrig etter hjemlandets regler å ha sine investeringer i utenlandske finansielle instrumenter registrert via en forvalter fra hjemlandet.⁷

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

7. Utvalget kjenner bare til ett slikt tilfelle vedr. amerikanske pensjonsfond, jf. Code of Federal Regulations Pertaining to U.S Department of Labor title 29, chapter XXV, section 2550.404b-1. Disse pensjonsfondene er store investorer i det norske markedet. Plikten til å registrere utenlandske finansielle instrumenter via en amerikansk forvalter omfatter f.eks. investeringer i aksjer og i statsobligasjoner.

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 registrert i verdipapirregisteret ikke får vite om eierskiftet.

En forskjell mellom aksjer og andre finansielle instrumenter er at aksjeeierregisteret er offentlig. Etter gjeldende rett, jf. vpsl. §§ 2-14 og 2-15, og *utvalget* forslag, jf. §§ 10-1 og 10-2 er det ellers ikke allment innsyn i opplysningene registrert i et rettighetsregister. Dette medfører at bare en begrenset krets, bl.a. institusjoner med kontrolloppgaver og rettighetshavere, får tilgang til de opplysninger som er registrert om eiere og rettighetshavere. I tillegg foreslår *utvalget* i § 10-2 at obligasjonsutstedere skal ha krav på opplysninger om hvem som eier de finansielle instrumentene de har utstedt.

Aksjeeierregisteret er dermed en viktig opplysningskilde både for myndighetene, for aksjeselskapet og for øvrige aksjonærer og allmennheten. For markedet kan det ha betydning å ha innsyn i eierforholdene i aksjeselskapene, blant annet for å få kjennskap til oppkjøpsforsøk. Forvalterregistrering kan være egnet til å foreta oppkjøp uten at det vises i markedet, idet reell eier kan velge å la seg registrere i eget navn kort tid før generalforsamlingen. Forutsetningen er at det ikke foreligger flaggeplikt etter vphl. § 3-2. Selskapet har etter gjeldende rett krav på informasjon om de reelle eierforholdene, men innhenting av opplysningene fra forvalter kan som nevnt ta tid. Aksjeselskapene er videre ansvarlige for korrekt trekk av kildeskatt på utbytte til utenlandske aksjonærer, se skatteloven § 26. mars 1999 nr. 14 § 10-13. Av samme grunner som for skattemyndighetene, vanskeliggjør forvalterregistrering aksjeselskapenes oppgave. Selskapene må langt på vei stole på forvalters opplysninger. Dette medfører risiko for at selskapet trekker gal kildeskatt.

15.3.2 Forvalterregistrering av aksjer

Et samlet *utvalg* legger til grunn 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.

Som nevnt innledningsvis er dagens hovedregel etter asal. § 4-10 at forvalterregistrering bare kan omfatte aksjer notert på utenlandsk børs. Kredittilsynet har imidlertid rutinemessig benyttet sin adgang til å gi unntak fra bestemmelsen, slik at tillatelsene til å opptre som forvalter alltid omfatter også aksjer notert på norsk børs og unoterte aksjer. *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

børser på bekostning av norsk børs. *Utvalget* forslår 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 verdipapirregister. *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.

Utvalget vil peke på at den avgrensningen som Finansdepartementet har foretatt når det gjelder mandatet, medfører at *utvalget* foreslår ulike regler for innlendinger og utlendinger. *Utvalget* tar ikke stilling til om dette er en hensiktsmessig regulering.

De regler som vil gjelde for forvalterregistrering av aksjer adskiller seg fra de regler *flertallet* foreslår for andre finansielle instrumenter. Reglene om aksjer synes snarere å være knyttet til særskilte forhold vedrørende selskapene og deres virksomhet, enn til aksjer som finansielle instrumenter. Slik *flertallet* ser det er disse forhold heller forankret i aksjelovene enn i verdipapirregisterloven, og *flertallet* foreslår at disse reglene hjemles i spesiallovene, slik forholdet i det vesentlige også fremstår i dag.

15.3.3 Forvalterregistrering av andre finansielle instrumenter enn aksjer

Obligasjoner

De hensyn som ble fremhevet ved vedtakelsen av de nye aksjelovene er ikke uten videre like relevante når det gjelder obligasjoner og sertifikater (videre bare benevnt obligasjoner). Aksjer er egenkapitalinstrumenter som gir innehaveren eierbeføyelser i et selskap. Obligasjoner er låneinstrumenter som i utgangspunktet ikke har noen påvirkning på selskapets drift ut over de avtalte lånebetingelser knyttet til obligasjonen. Avhengig av omstendighetene kan store obligasjonsinnehavere også ha innflytelse på selskapets drift.

Hovedtyngden av investorene på obligasjonsmarkedet er store og profesjonelle institusjonelle investorer. Disse vil ofte ha obligasjonsbeholdninger både utenlands og innenlands. Det avgjørende for om de velger å investere i norske obligasjoner er mulighetene for tilfredsstillende avkastning, sammenholdt med risikoen forbundet med investeringen. Mange vil kunne foretrekke forvalterregistrering dersom muligheten foreligger. For mindre utenlandske investorer, antar *utvalget* mulighet til å benytte en forvalter med kompetanse og ressurser til å håndtere de rettslige og praktiske forholdene knyttet til registrering i et verdipapirregister, renteutbetalinger og innfrielser, kan ha betydning. *Utvalget* antar dessuten at markedet generelt vil kunne fremstå som mer tilgjengelig for utenlandske investorer dersom det er adgang til forvalterregistrering.

Kontrolloppgavene knyttet til omsetningen av obligasjoner vil være mindre enn hva som gjelder for aksjer. Det er ingen flaggingsregler eller regler om tilbudsplikt knyttet til obligasjoner. Bestemmelsene i vphl. ([Link til](#)) kap 2 om innsideregler og markedsmanipulasjon gjelder også for handel i obligasjoner, men betydningen av disse reglene er mindre i obligasjonsmarkedet enn i aksjemarkedet. Dette fordi kurssvingninger for obligasjoner er lavere enn for

aksjer, og fordi prisingen av obligasjoner i større grad er avhengig av de generelle markedsforhold enn forholdene i utstederselskapet. Hvitvaskingsreglene og skattemyndighetens kontrollbehov vil imidlertid være de samme. Før innføringen av plikten til VPS-registrering av obligasjoner var det vanskeligere å gjennomføre skattekontroll knyttet til obligasjoner. Hensynet til skattekontroll har imidlertid ingen vekt når det gjelder utenlandske investorer. Utlendinger plikter ikke å skatte til Norge verken for løpende avkastning eller for realisasjonsgevinster. Forvalterregistrering av norske investorer vil også vanskeliggjøre namsmyndighetenes og skifterettens oppgaver, idet det blir vanskelig å få oversikt over skyldneres eiendeler og å få tatt utlegg og arrest i deres formuesgoder. Dette vil også kunne ramme konkurskreditorer. Det bemerkes også at utstedere kan ha interesse av å kjenne større kreditors identitet.

Utvalget har etter dette kommet til at noen av de spørsmål som knytter seg til forvalterregistrering står i vesentlig samme stilling for aksjer og obligasjoner, og at det for obligasjoner ikke er forhold som i større grad taler mot forvalterregistrering enn hva forholdet er for aksjer. *Utvalget* foreslår dermed at det åpnes adgang til forvalterregistrering av obligasjoner for utlendinger på samme måte som det foreslås for aksjer.

Når det gjelder norske investorers adgang til forvalterregistrering er *utvalget* delt. *Flertallet* foreslår en adgang til forvalterregistrering av obligasjoner tilhørende innlendinger.

Flertallet (alle unntatt *Ask*, *Kleven* og *Krokeide*) peker på at norske obligasjonseiere i det vesentlige er institusjonelle investorer. Fordyrende og kompliserende forhold vil ha betydning ved valg av investeringsalternativer. Økte kostnader for investorene medfører at utstedere av rentepapirer må øke lånerenten for å være konkurransedyktige. Dette tilsier at markedsmessige forhold for utstedere og investorer må tillegges stor vekt ved vurdering av regelverksendringer i verdipapirkjeden.

Flertallet peker på at også verdipapirregistre møter betydelig internasjonal konkurranse. Det pågår for tiden vesentlige strukturendringer på dette felt i Europa, og de nordiske forhold er under vurdering. Verdipapirregistrenes primære oppgave er å effektivisere håndteringen av verdipapirer i forbindelse med forvaltning og omsetning. Forholdene bør derfor tilrettelegges slik at registrene kan tilby investorer og utstedere vilkår og systemer som er konkurransedyktige. Det er også vesentlig med tanke på eventuelle internasjonale samarbeidsalternativer for norske verdipapirregistre at lovgivningen er harmonisert i forhold til andre sammenlignbare land. Det norske verdipapirmarkedets effektivitet og utvikling som sådan vil også være avhengig av en harmonisering av rammebetingelsene mellom, i første rekke, landene i EØS-området.

Flertallet vil vise til at ved utarbeidelsen av den svenske kontoföringslagen, pekte den svenske regjeringen på at forvalterregistrering har stor praktisk betydning, og at verdien av å innføre krav om eierregistrering bl.a. av kontrollhensyn ikke er tilstrekkelig stor i forhold til de praktiske ulemper som ville bli følgen av et slikt krav.⁸ Tilsvarende ble det ved utarbeidelse av den danske værdipapirhandelloven også lagt vekt på synspunkter som at internasjonaliseringen av handelen med verdipapirer samt utvidelsen

8. Lagrådsremiss; Lag om kontoföring av finansiella instrument, 16. april 1998 pkt 9.1. Se også det svenske Finansdepartementets PM med förslag till lag om kontoföring av finansiella instrument, Ds 1997:76 pkt 7.6.1.

av deltakerkretsen i det danske VP, nødvendiggjør et klart rettsgrunnlag for anvendelse av samlekonti. Videre ble det anført at samlekonti er internasjonal standard og at utenlandske virksomheters deltakelse i systemet bl.a. vil avhenge av at det ikke i verdipapirsentralsystemet er innført begrensninger som oppfattes som usedvanlige. Det ble også påpekt at samlekonti kan være nyttige «mellomstasjoner» i avregningen.⁹ Flertallet vil også henvise til en rapport fra Nordisk Ministerråd fra 1999 om bl.a. nordisk børssamarbeid hvor det er gjengitt en anbefaling om at de nordiske land harmoniserer sine regler for verdipapirregistre, og at dette særlig gjelder med hensyn til å tillate forvalterregistrering.¹⁰

Flertallet legger også vekt på den stadige utviklingen innen kapitalmarkedene, og at norsk særregulering ikke må hindre norske investorer i å utnytte markedsmuligheter etter hvert som de utvikler seg. Slike hinder kan føre til en svekkelse av det norske kapitalmarkedet.

Flertallet viser videre til at myndighetenes kontrollbehov når det gjelder handel med obligasjoner er vesentlig lavere enn for aksjer. Selv om markedssreglene i vphl. ([Link til](#)) kap. 2 i utgangspunktet får anvendelse også for obligasjoner, har disse en mindre betydning i obligasjonsmarkedet enn i aksjemarkedet. Verken meldepliktsreglene i vphl. ([Link til](#)) kap. 3 eller reglene i vphl. ([Link til](#)) kap. 5 om tilbudsplikt mv. får anvendelse for obligasjoner. Disse forhold utgjør en vesentlig del av myndighetenes kontrolloppgaver knyttet til de finansielle markeder. Innenlandske investorer som ønsker forvalterregistrering, av for eksempel skattemessige årsaker, har også i praksis et stort antall investeringsmuligheter uavhengig av om innlendinger kan være registrert på forvalterkonti i VPS.

Frie kapitalbevegelser og eierskap over landegrensene vanskeliggjør kontrollen av slike forhold gjennom nasjonal lovgivning. Verdipapirmarkedene i Norge og svært mange andre land er liberalisert og det er åpnet for fri handel over landegrensene. En effektiv kontroll av denne type internasjonal virksomhet krever internasjonalt samarbeid. Særskilte nasjonale regler om registreringsplikt for investorer i et verdipapirregister vil derfor i begrenset grad løse myndighetenes kontrollbehov. *Flertallet* viser i denne sammenheng til at når det for eksempel gjelder penger er dette formuesgjenstander som typisk forvaltes av banker som mellommenn. Det foreligger likevel tilfredsstillende systemer for myndighetskontroll. I denne sammenheng vises det også til at det er adgang til forvalterregistrering for innlendinger i de aller fleste land vi kan sammenligne oss med, uten at det foreligger noen indikasjoner på at det i disse landene er mer omfattende skatteunndragelse enn i Norge. Dette til tross for at det i flere av disse landene er høyere kapitalbeskatning enn i Norge.

Flertallet vil også påpeke at en ordning i tråd med mindretallets syn, ved at en investor er registrert i det norske verdipapirregisteret samtidig som en forvalter ivaretar hans behov for internasjonal forvalterregistrering og total porteføljeoversikt, vil kunne føre til økte kostnader for norske investorer i det norske markedet. Dette vil gjøre det norske markedet mindre attraktivt for disse investorene.

Flertallet mener også at manglende adgang for norske investorer til å forvalterregistrere obligasjoner innebærer en forskjellsbehandling i forhold til

9. II Betænkning nr. 1290 1995 (Børsreform II) (side 123)

10. «Förutsättningar för ökat nordiskt och nordiskt-baltiskt börssamarbete» Tema Nord 1999:576 pkt 2.6.2.

utenlandske investorer, som kan være uheldig av konkurransemessige årsaker. En slik regel vil etter *flertallets* oppfatning også innebære en skjerpelse i forhold til dagens rettstilstand.

Flertallets syn er således at det norske regelverket for forvalterregistrering bør harmoniseres i forhold til våre naboland og den internasjonale utviklingen når ikke tungtveiende grunner taler mot dette. I et internasjonalt marked med frie kapitalbevegelser, bør innføring av strengere regulering enn hva som er den gjennomgående internasjonale standarden baseres på en særlig god begrunnelse. Forvalterregistrering er internasjonal praksis, og økt internasjonalisering av investeringene gir investorene i større grad enn tidligere klare økonomiske fordeler av forvalterregistrering. Etter *flertallets* syn bør det gis adgang til forvalterregistrering av obligasjoner. Muligheten for en noe mindre effektiv skattekontroll er ikke tilstrekkelig tungtveiende til å hindre en internasjonal tilpasning av regelverket for forvalterregistrering. En antar dessuten at skattekontrollen kan ivaretas på en tilfredsstillende måte gjennom muligheten til å innhente opplysninger fra utstedere og forvalter, ut over den enkelte skatteyers plikt til å gi opplysninger.

Verdipapirfondsandeler

Utvalget har også vurdert om det bør foreslås endringer i verdipapirfondloven med sikte på å åpne for forvalterregistrering av verdipapirfondsandeler.

Utvalget viser til drøftelsene over, og bemerker at mange av de samme hensynene kan gjøre seg gjeldende også her. Selv om verdipapirfondsandeler ikke er børsnotert i dag, gjelder det regler for markedsadferd både for investorene og for forvaltningsselskapene. Kredittilsynets kontrollbehov er således i det vesentlige det samme. Det samme gjelder for skattemyndighetene. Innsynet i eierforholdene har dessuten verdi for forvaltningsselskapet, som er ansvarlig for korrekt skatterapportering, bl.a. ved innløsning av fondsandeler. Hensynet til nams- og skifterettens virksomhet gjør seg også gjeldende.

Forvalterregistrering kan imidlertid i mange tilfeller forenkle administrasjonen for forvaltningsselskapet, særlig for fond som i stor grad tegnes av utlendinger. For utenlandske investorer har forvalterregistrering de samme praktiske fordeler som ved investering i aksjer og obligasjoner. *Utvalget* viser imidlertid til at verdipapirfondloven er under revisjon, og anser det på denne bakgrunn ikke naturlig å foreslå endringer i den.

Derivater

Utvalget nevner at det er viktig å ha et velfungerende og aktivt derivatmarked, ikke minst for at investorene skal kunne sikre seg mot tap. Forvalterregistrering av derivatkontrakter vil her som ellers kunne medføre fordeler, bl.a. for utenlandske investorer. Derivatregelverket kan være vanskelig tilgjengelig for utlendinger. Det samme gjelder registreringsrutiner og andre praktiske forhold. Forvalteren vil ivareta disse oppgavene og vil kunne opplyse om risikoforholdene i markedet. Investor vil ikke behøve egen konto i et norsk rettighetsregister og depotkonto i en norsk bank. Forvalter vil dessuten stille sikkerhet i forhold til oppgjørssentralen. Investor vil dermed kunne stille sikkerheten i hjemlandets valuta, eventuelt med finansielle instrumenter som ikke er registrert i det aktuelle verdipapirregisteret. Forvalter kan også nettes (motregne) investorenes posisjoner globalt slik at sikkerhet stilles på nettobasis for forvalteren i de ulike markeder. Investorer som opererer i flere

markeder vil dessuten kunne forholde seg til en forvalter istedenfor flere ulike oppgjørssentraler og clearingrepresentanter. Det kan ha en egenverdi for det norske verdipapirmarkedet at handel og clearing av derivater kan foregå mest mulig likt det som er vanlig internasjonalt. *Utvalget* antar således at forvalterregistrering kan bidra til at det norske derivatmarkedet blir tilført utenlandsk kapital og at likviditeten i markedet dermed styrkes.

Hensynet til effektiv myndighetskontroll taler her som ellers mot forvalterregistrering. Dette gjelder både i forhold til Kredittilsynets oppgaver og for skattemyndighetene. Også nams- og skifterettenes oppgaver blir vanskeliggjort. Det vises for så vidt til drøftelsen i pkt. 15.3.1.

Utvalget foreslår derfor at det gis adgang til forvalterregistrering av derivater for utenlandske investorer, på de samme vilkår som for aksjer og med den samme begrunnelse. Når det gjelder adgangen til forvalterregistrering for norske investorer er utvalget delt.

Utvalgets flertall (alle unntatt medlemmene *Ask, Kleven og Krokeide*) peker på de momenter som ovenfor er nevnt når det gjelder adgangen til forvalterregistrering av obligasjoner også for innlendinger, og foreslår tilsvarende regel også for derivater.

Mindretallets vurderinger

Utvalgets mindretall, medlemmene *Ask, Kleven og Krokeide* mener at hovedregelen bør være at reell eier av det finansielle instrument skal framgå av selve registeret, dvs. direkte registrering. *Mindretallet* har likevel ikke merknader til at dagens ordning med adgang til forvalterregistrering av aksjer eiet av utenlandske investorer videreføres og utvides noe. *Mindretallet* går imidlertid mot utvalgets forslag om forvalterregistreringsordning for andre finansielle instrumenter. *Mindretallet* stiller seg tvilende til om registrering på navn utgjør et «fordyrende og kompliserende forhold» som vil ha betydning ved vurderingen av om det skal investeres i «norske» instrumenter. *Mindretallet* viser til at et samlet utvalg har lagt til grunn at det ved investeringer i obligasjoner vil være andre forhold som er avgjørende, nemlig ønske om tilfredsstillende avkastning sammenholdt med risikoen i markedet. *Mindretallet* bemerker at det ikke foreligger noen dokumentasjon for at registrering på navn i rettighetsregisteret er byrdefullt eller kostbart. Tvert i mot har svenske myndigheter opplyst at forvalterregistrering gjennomgående er en dyrere løsning for investor enn registrering på navn. Utvalgets flertall har vist til at utviklingen internasjonalt går bort fra registreringsplikt. *Mindretallet* vil framheve at registrering på reell eier, etter det mindretallet har forstått, er situasjonen i Finland og Hellas, samt i en rekke av de framvoksende markeder, som f.eks. Taiwan hvor forvalterregistrering overhodet ikke er tillatt og Brasil hvor forvalterregistrering ikke er tillatt for aksjer, men for obligasjoner. I flere land hvor forvalterregistrering er hovedregelen, reises det dessuten spørsmål ved hensiktsmessigheten av ordningen. Et bærende argument for å tillate forvalterregistrering har vært at investorer i verdipapirmarkedet bør gis størst mulig valgfrihet. *Mindretallet* reiser spørsmål om maksimal valgfrihet for investorene i seg selv representerer noe sterkt og selvstendig argument mot registreringsplikt. Det må foretas avveininger mellom ulike, og til dels motstridende, interesser investorer imellom, mellom utstedere og investorer og myndighetenes interesser. Det dreier seg i realiteten om hvilke interesser som bør veie tyngst.

Mindretallet bemerker for øvrig at eventuelle praktiske fordeler av å samle oversikten over sin portefølje hos en forvalter, kan løses innenfor rammen av dagens system. Det er ikke noe i veien for at en investor er registrert i Verdipapirsentralen samtidig som en forvalter ivaretar vedkommendes behov for internasjonal forvalterregistrering, total porteføljeoversikt, kontakt med de ulike registre, orientering om selskapshendelser og rådgivning, verdipapirlån m.m. Tilbudet av slike funksjoner er med andre ord ikke knyttet til i hvilken grad investoren er direkte registrert i rettighetsregisteret. Dette er rene tjenestefunksjoner uavhengig av selve registreringsfunksjonen. Idet servicefunksjonene kan tilbys uavhengig av registreringsreglene blir det etter mindretallets syn mindre treffende å knytte diskusjonen om forvalterregistrering opp mot disse funksjonene.

Som nevnt over foreslår ikke *mindretallet* opphevelse av dagens ordning med forvalterregistrering av aksjer tilhørende utenlandske aksjonærer. *Mindretallet* vil likevel understreke at hensynet til myndighetskontroll taler mot å tillate forvalterregistrering. I forbindelse med undersøkelser av handler er behovet for å avdekke reell eier helt avgjørende. Dette gjelder enten det dreier seg om undersøkelser av mistanke om overtredelser av innsidehandelsforbudet, forbudet mot markedsmanipulasjon, overholdelse av flaggings- og tilbudspliktbestemmelser i verdipapirhandelloven, kontroll med institusjoner under tilsyn som banker, forsikringsselskap og verdipapirforetak, eierbegrensningssregler, hvitvaskingsoperasjoner eller skatteforhold. De ulike forhold som her er nevnt vil ha varierende betydning etter som hvilket finansielt instrument det er tale om. For egenkapitalinstrumenter vil de alle være aktuelle. For obligasjoner vil ikke flagge-, tilbuds- og eierbegrensninger være relevante. Reglene knyttet til innsidehandel og kursmanipulasjon samt hvitvasking og skatteforhold vil imidlertid være like aktuelle. Kredittilsynets praktiske erfaringer viser at det tar betydelig lenger tid å henvende seg til en forvalter for å få opplyst hvem som er reell eier enn å undersøke direkte i registeret. I praksis dreier det seg ofte om forskjellen på å få elektronisk informasjon fra registeret i løpet av få minutter og å få et mer eller mindre tilfredsstillende svar fra forvalteren etter måneder med brevveksling. Umiddelbar tilgang til registeret, og dermed reell eier, gjør det også mulig å foreta undersøkelser uten at det blir kjent. Dette letter selve undersøkelsen og gjør risikoen for stigmatisering av undersøkelsesobjektet mindre. Den økte vektlegging av kontroll med verdipapirmarkedet taler således mot forvalterregistrering. *Mindretallet* antar for øvrig at registreringsplikt i norske registre, kombinert med pliktig registrering for norske investorer vil legge forholdene langt bedre til rette for effektiv skattekontroll enn den løsning flertallet går inn for. Endelig minner *mindretallet* om at forvalterregistrering av norske investorer vil vanskeliggjøre namsmyndighetenes og skifterettens oppgaver, idet det blir vanskelig å få oversikt over skyldneres eiendeler og å få tatt utlegg og arrest i deres formuesgoder. Dette vil også kunne ramme konkurskreditorer. Også utstedere, og for den saks skyld andre investorer, kan ha fremtredende interesse av å kjenne i hvert fall større kreditorers identitet. *Mindretallet* har derfor vanskelig for å se at investorenes behov for forvalterregistrering er av en slik karakter at de veier opp for ulempene registreringen medfører i forhold til overvåkingen av markedet og øvrige kontrollhensyn.

15.4 Utvalgets vurdering av de nærmere regler om forvalterregistrering

15.4.1 Hvem bør ha adgang til å opptre som forvalter

Utvalget har kommet til at det må stilles bestemte krav til dem som skal opptre som forvaltere i norske verdipapirregistre. Etter dagens system kreves det som nevnt at forvalter skal godkjennes, se asal. § 4-10. *Utvalget* har vært i tvil om det bør oppstilles et krav om forhåndsgodkjennelse av forvalter, eller om en notifikasjonsregel er tilstrekkelig. *Utvalget* har kommet frem til at dagens system med uttrykkelig tillatelse bør opprettholdes. *Utvalget* har lagt vekt på at Kredittilsynet har opplyst at dagens system fungerer tilfredsstillende. *Utvalget* antar at de fleste forvaltere fortsatt vil være utenlandske institusjoner. En notifikasjonsregel vil frata myndighetene den umiddelbare kontroll med institusjonene som skal opptre som forvaltere i det norske systemet. En godkjenningsordning gir dessuten god anledning til å presisere vilkårene for virksomheten overfor institusjonen. Den foreslåtte løsning må sees i sammenheng med at *utvalget* foreslår sanksjoner mot forvaltere som ikke oppfyller de lovfestede vilkår for utøvelse av virksomheten, herunder sin opplysningsplikt. Som i dag vil imidlertid den umiddelbare reaksjon mot forvaltere som opptrer i strid med vilkårene være å trekke tillatelsen tilbake. *Utvalget* ønsker ikke å oppstille nærmere kriterier for hvem som skal kunne godkjennes etter denne bestemmelsen.

Utvalgets forslag innebærer at norske verdipapirregistre kan godkjennes av Kredittilsynet som forvalter. De kan dermed føre delregister over finansielle instrumenter som allerede er registrert i et annet norsk verdipapirregister, jf. § 7-3 siste ledd, herunder for aksjer tilhørende norske aksjeeiere. En slik adgang gjør det mulig for investorene å forholde seg til ett verdipapirregister uavhengig av hvilket verdipapirregister utstederen av de finansielle instrumentene har valgt. Ordningen innebærer at de finansielle instrumentene som skal delregistreres blir registrert på en særskilt konto i det verdipapirregisteret hvor de finansielle instrumentene allerede er registrert. Den aktuelle kontoen står i navnet til det verdipapirregisteret som fører delregisteret, og merkes med at det er en forvalterkonto. Følgelig vil investorer som har konto hos verdipapirregisteret som fører delregisteret, være forvalterregistrert i forhold til registeret hvor instrumentene allerede var registrert. Det forutsettes imidlertid at aksjeeierregisteret føres i samsvar med de regler som fremgår av aksjelovene. Forvalterregistrering av aksjer registrert i et annet norsk verdipapirregister som tilhører norske aksjeeiere, forutsetter en endring i allmennaksjeloven.

Et norsk verdipapirregister vil også kunne ha behov for å opptre som forvalter i et utenlandsk verdipapirregister, f.eks. for å muliggjøre grenseoverskridende rettighetsregistrering. Dette forutsetter at denne type forvalterregistrering er mulig i forhold til lovgivningen i det landet der de aktuelle finansielle instrumentene er utstedt.

15.4.2 Forvalters plikt til å gi opplysninger om de reelle eierne

Forvalterregistrering medfører at opplysninger om de reelle eiere ikke finnes i verdipapirregistrene, men i registre ført av forvalter. Tilgang til disse opplysningene er viktig, ikke minst for offentlige myndigheters kontrollvirksomhet. På denne bakgrunn går *utvalget* inn for at forvalterne skal pålegges plikt til å opplyse om de reelle eiernes identitet. *Utvalget* foreslår at opplysningsplikten

skal ha samme omfang som verdipapirregistrenes opplysningsplikt. Den som med hjemmel i lov kan kreve opplysninger fra et verdipapirregister, vil dermed også kunne kreve opplysningene fra forvalter. *Utvalget* foreslår at Kredittilsynet gis hjemmel til å gi nærmere bestemmelser om hvordan og når de aktuelle opplysningene skal gis.

Utvalget har vurdert om det bør kunne gjøres unntak fra opplysningsplikten der forvalteren er et utenlandsk verdipapirregister. *Utvalget* finner det som nevnt svært viktig at det legges til rette for at norske verdipapirregistre kan etablere linksamarbeid med utenlandske verdipapirregistre. *Utvalget* har imidlertid ingen holdepunkter for at forvalters opplysningsplikt om de reelle eierforhold vil representere noen avgjørende hindring for linksamarbeid med verdipapirregistre i andre europeiske land. *Utvalget* bemerker at verdipapirregistre, i likhet med andre forvaltere, kan innhente samtykke til at opplysningene videregives dersom de etter sitt hjemlands rett har taushetsplikt om forholdet. *Utvalget* viser til at dispensasjon fra reglene om forvalters opplysningsplikt i realiteten vil medføre at myndighetene avskjæres fra å foreta effektiv kontroll med de reelle eieres virksomhet i verdipapirmarkedet.

15.4.3 Sanksjoner

Aksjelovutvalget foreslo i NOU 1996:3 at det skulle være adgang til tvangssalg av aksjer når forvalter ikke oppfylte sin opplysningsplikt overfor selskapet eller offentlig myndighet, jf. utkastet til ny aksjelov § 3-10. Det samme gjaldt når forvaltere ikke var godkjent eller fikk godkjennelsen trukket tilbake. Forvaltere som ikke var godkjente ville etter forslaget heller ikke ha fullmakt til å motta utbytte eller andre utdelinger på aksjer forvalteroppdraget omfattet, herunder tildeling av nye aksjer ved kapitalforhøyelse. Aksjelovutvalgets forslag om sanksjonshjemler ble ikke fulgt opp i proposisjonen. Årsaken var at Justisdepartementet fant at reglene om forvalterregistrering burde gjøres til gjenstand for en egen utredning. De eldre regler ble dermed videreført i påvente av en samlet gjennomgang av ordningen. *Utvalget* finner, i likhet med Aksjelovutvalget, at det bør innføres sanksjoner mot forvalter som opptrer uten tillatelse eller ikke oppfyller vilkårene for tillatelsen, herunder opplysningsplikten vedrørende rette eiers identitet. *Utvalget* viser til at manglende sanksjonsmuligheter, i henhold til Kredittilsynets opplysninger, gjør reglene om forvalterregistrering vanskelige å praktisere. Ut fra et håndhevingssynspunkt er forslaget om sanksjonsregler derfor viktig. Det må betegnes som en mangel at gjeldende lovgivning om forvalterregistrering ikke gir myndighetene hjemmel for sanksjoner ved brudd på forvalters plikter.

Utvalget antar imidlertid at tvangssalg ikke er det mest egnede sanksjonsmiddelet. En slik sanksjon kan få konsekvenser ikke bare for forvalter og de reelle eiere, men også for utsteder når det er tale om større poster. Tvangssalg med påfølgende stengning av kontoen kan også medføre fare for rettstap for innehavere av begrensede rettigheter i de finansielle instrumentene. Tvangssalg er heller ikke i seg selv noe egnet tiltak for å framtvinge opplysninger om investorenes identitet. *Utvalget* antar at et mer egnet virkemiddel er sperring av kontoen, slik at forvalter ikke lenger kan disponere over den. Sperring vil medføre at forvalter ikke vil kunne føre finansielle instrumenter ut og inn av konto. Forvalteren vil således ikke kunne foreta kjøp og salg av finansielle instrumenter, og kan ikke motta renter, uttrekninger eller andre utbetalinger. Den viktigste virkningen av sanksjonen er at forvalter nektes adgang til verdipapirbeholdningen. Sperringens funksjon vil primært være å redusere muligheten for å utføre forvalteroppdraget tilfredsstillende. Dette vil

gi eierne et incitament til å gi seg til kjenne, slik at de finansielle instrumenter kan registreres på reell eier. I tillegg vil et pålegg om sperring kunne bidra til å fremtvinge avvikling av forvalteroppdraget. Pålegg om sperring synes mindre inngripende enn tvangssalg av aksjene, samtidig som det etter *utvalgets* syn vil være en effektiv sanksjon som er enkel å administrere.

Ved utforming av hjemmel for å gi pålegg om sperring må det tas hensyn til at formålet med sanksjonen er todelt. Der forvalter nekter å opplyse om hvem som er eier av aksjene, vil sperring kunne benyttes som et middel til å få utlevert opplysningene. Der forvalter opptre uten tillatelse, er imidlertid et vesentlig siktemål å presse forvalter til å avvikle kontoen. Et pålegg om total sperring av kontoen vil da være lite hensiktsmessig. *Utvalget* foreslår derfor at hjemmelen utformes slik at kontoen sperres for transaksjoner som ikke er forhåndsgodkjent av tilsynsmyndigheten. *Utvalget* foreslår at påbud om sperring av en konto bør gis av Kredittilsynet. Etterlevelse av et slikt påbud vil etter *utvalgets* syn ikke kunne medføre erstatningsplikt for verdipapirregistrene.

Kapittel 16

Kontoførerrollen

16.1 Gjeldende rett

Etter gjeldende rett skal registrering foretas desentralt, av kontoførere, mens Verdipapirsentralen skal føre det sentrale registeret. Kontofører er i vpsl. § 3-1 første ledd definert som «foretak som på vegne av investorer eller utstedere av fondsaktiver fører konti i Verdipapirsentralen.» Det heter for øvrig i Ot.prp. nr. 83 (1984-85) (side 35): «Kontoførerne vil representere VPS overfor investorer og utstedere som selv ikke er kontoførere». All kontakt mellom investor og Verdipapirsentralen skal i utgangspunktet skje gjennom kontofører, jf. vpsl. § 3-1 første ledd 3. pkt. Annet kan følge av lov eller forskrift. Dette gjelder f.eks. aksjeselskapenes adgang etter vpsl. § 3-4 til å få opplysninger om eget aksjeeierregister direkte fra Verdipapirsentralen. Verdipapirsentralens representantskap er i vpsl. § 3-1 gitt myndighet til i vedtektene å fastsette unntak fra regelen om at all kontakt mellom investor og VPS må skje via kontofører. Denne myndigheten har imidlertid ikke blitt benyttet.

I kraft av å føre konti på vegne av investor vil kontoførerne foreta selve innregistreringen av kjøp og salg, begrensede rettigheter og båndleggelser. I utgangspunktet kan bare den kontofører som fører den aktuelle kontoen foreta registreringer som forringer beholdningen på den. Det er i tillegg mulig å registrere inn fullmakter til fordel for andre kontoførere, eventuelt for verdipapirforetak som ikke selv er kontoførere, slik at disse gis adgang til å foreta belastninger på kontoen. Disse fullmaktene må registreres på kontoen av den kontofører som har ansvaret for denne.

Kontofører utsteder vil ajourføre utstederkontoen, der det totale antallet av de aktuelle finansielle instrumentene er anmerket, sammen med fast informasjon om instrumentene, f.eks. instrumentenes pålydende.

Følgende institusjoner kan etter vpsl. § 3-1 annet ledd være kontoførere:

- «
- a) forretningsbanker
- b) sparebanker
- c) Norges Bank
- d)
- e) Verdipapirforetak med tillatelse til å yte tjenester som nevnt i verdipapirhandelloven § 1-2 første ledd nr. 1-4.
- f) Obligasjonsutstedende kredittforetak
- g) Forvaltningsselskap for verdipapirfond for så vidt gjelder fondsandeler i fond forvaltningsselskapet administrerer.
- h) Andre foretak eller grupper av foretak, herunder foretak med hovedsete i en annen stat som omfattes av Det europeiske økonomiske samarbeidsområde, etter nærmere bestemmelser av Kongen.»

Det følger av forskrift om utenlandske foretaks adgang til å være kontofører i Verdipapirsentralen (den såkalte filialforskriften), jf. forskrift av 27. januar 1994 nr. 90, at utenlandske foretak som ønsker å være kontofører må være en

kredittinstitusjon etablert ved filial i Norge, og dessuten ha hovedsete og være underlagt myndighetstilsyn i annen stat som omfattes av Det europeiske økonomiske samarbeidsområde.

En kontofører kan velge å begrense sin kontoføring til bare å omfatte bestemte typer finansielle instrumenter. For øvrig vil det med kontoførerrollen følge en viss kontraheringsplikt, jf. vpsl. § 3-1 fjerde ledd, ved at foretaket ikke kan nekte å åpne en konto for registrering av registrerte finansielle instrumenter, dersom det selv er kontofører utsteder for disse instrumentene. I andre tilfeller kan en kontofører nekte å føre en konto dersom det foreligger særlige grunner.

Imidlertid vil andre enn kontoførerne kunne få opplysninger direkte fra registrene, og i enkelte tilfeller også kunne foreta visse registreringer. Verdipapirforetak er gitt adgang til å registrere kjøp og salg av registrerte finansielle instrumenter direkte i Verdipapirsentralen, jf. vpsl. § 3-2. Alle verdipapirforetak som er direkte tilknyttet VPS har imidlertid valgt å tilknyttes sentralen som kontoførere for dermed å kunne foreta alle typer registreringer, herunder opprettelse av konti.

Store investorer kan hente opplysninger om egne konti direkte fra Verdipapirsentralen, jf. vpsl. § 3-5, men har ikke adgang til å foreta registreringer i registeret.

Skifteretten og namsmyndighetene kan foreta registreringer av konkurs, tvangsfullbyrdelse og midlertidig sikring i registeret, jf. vpsl. § 3-6. Det samme gjelder vergemålsretten for registreringer av umyndiggjørelse. Det er hittil bare Oslo byfogdembete som har etablert en direkte tilknytning til VPS. For øyeblikket har byfogdembetet bare ønsket adgang til å foreta spørringer på saksøktes konti. Byfogden vil henvende seg til saksøktes kontofører for å få foretatt registreringer på vedkommendes konto. Oslo kemnerkontor er i ferd med å etablere en tilsvarende tilknytning.

16.2 Kontoførernes oppgaver etter gjeldende rett

16.2.1 Kontofører investors oppgaver

Som nevnt skal all kontakt mellom den enkelte investor og VPS i utgangspunktet gå via kontofører. Det kan utledes av vpsl. § 3-1 første ledd at kontofører investor har et totalansvar for føringen av kontoene for sine kunder. Det er således kontoførerne som oppretter vpskonti, med unntak av midlertidige konti opprettet av en kontofører utsteder i medhold av vpsl. § 4-8 tredje ledd. I forbindelse med etableringen av kontoen har kontofører i oppgave å kontrollere investors identitet. Det er også kontoføreren som foretar endringer i den faste informasjonen registrert på investors konto, f.eks. adresse- eller navneendring. Dessuten er det kontofører som avslutter eller flytter kontoforholdet. Kontofører kan videre foreta alle typer registreringer på denne kontoen, det vil si både overførsler og andre typer registreringer, slik som utlegg, umyndiggjørelser, konkurser og fullmakter. Enkelte av disse registreringene kan også foretas av skifteretten, namsmyndighetene og vergemålsretten, jf. vpsl. § 3-6.

Kontofører investor kan videre rekvirere f.eks. beholdningsoversikter på investors vegne, i tillegg til de endringsmeldinger og beholdningsoversikter som sendes ut av VPS. Kontofører investor har for øvrig oppgaver i forbin-

delse med enkelte periodiske rutiner. Dette gjelder bl.a. tegning av utbytteaksjer.

Det kan nevnes at VPS' systemer er lagt opp slik at handelstransaksjoner må meldes inn i VPS av de verdipapirforetakene som har forestått handelen. Dersom verdipapirforetaket ikke er kontofører for den aktuelle kontoen, må investors vanlige kontofører ha registrert inn en fullmakt på kontoen til fordel for verdipapirforetaket.

16.2.2 Kontofører utstедers oppgaver

Kontofører utstедers oppgaver kan grovt sett deles i to. Kontoføreren har ansvaret for at opplysningene registrert om selskapene de fører utstедerkonti for er korrekte, og de vil dessuten være mellommann/bindeledd ved selskapshendelser.

Ved førstegangs registrering i VPS av et finansielt instrument, vil kontofører utstедer for aksjer, grunnfondsbevis, obligasjons- og sertifikatlån innhente verdipapirnummer (ISIN) hos VPS (dette kan ev. gjøres av tilretteleggere når det gjelder obligasjoner og sertifikater). Når ISIN'et er mottatt registrerer kontofører for såvidt gjelder aksjer og grunnfondsbevis de faste opplysningene i hovedboken. Dette omfatter blant annet eierbegrensninger knyttet til instrumentet, om papiret ev. er hel- eller delregistrert i Norge, om instrumentet skal børsnoteres og i såfall ev. børslisteplassering og børskode-navn, og om det er stemmerettsbegrensninger knyttet til det. For obligasjoner og sertifikater registrerer kontofører alle faste opplysninger. Dette kan f.eks. være om renten er fast eller flytende, fra hvilket tidspunkt lånet er rentebærende, rentetermindatoer, avdragsterminer og når lånet forfaller. Kontofører utstедer sørger for at investorer som har tegnet aksjer ved stiftelsen av et selskap, eller som er eier av aksjer og grunnfondsbevis som konverteres inn i VPS, mottar de aktuelle aksjer/ grunnfondsbevis på sin konto. Likeledes er det kontofører utstедer som ved utstedelsen av obligasjoner og sertifikater registrerer dem på investorenes konti.

Enkelte endringer i VPS-systemet utføres av kontofører selv. En del viktige opplysninger, f.eks. faste opplysninger om utstедer (eksempelvis navn, adresse og kontaktperson) og opplysninger om hvilken status det finansielle instrumentet har i VPS' systemer (om det er sperret for omsetning etc.), kan imidlertid bare endres av VPS. Dette gjøres etter bestilling fra kontofører utstедer.

For store kontoførere med kompetanse på gjennomføring av selskapshendelser er det vanlig at disse opptre som mellommann/bindeledd mellom tilretteleggere og VPS ved f.eks. emisjoner og oppkjøp. Disse kontoførerne er ikke nødvendigvis selskapets vanlige kontoførere. VPS vil i en del tilfeller foreta selve den praktiske gjennomføringen av selskapshendelser, men bare på grunnlag av bestilling fra en kontofører utstедer. Eventuelle tilhørende inn- og utbetalinger foregår normalt via VPS, og initieres ved kontoførers bestilling av dette. Dersom inn- og utbetalingene av ulike grunner ikke behandles av VPS, må de tas hånd om av kontofører. Alle henvendelser fra aksjonærer knyttet til den praktiske gjennomføringen av selskapshendelser skjer direkte til kontofører utstедer, og ikke til VPS.

16.3 Utenlandsk rett

I USA og i de fleste europeiske land benyttes det ikke kontoførere. I disse landene er systemene primært basert på forvalterregistrering. Det vil typisk være

de institusjonene som i Norge fungerer som kontoførere, som er forvaltere i de utenlandske verdipapirregistrene. Investor vil ved disponering over sine finansielle instrumentene måtte melde fra om de aktuelle disposisjonene til sin forvalter. Forvalterregistrering er nærmere beskrevet i kapittel 15.

16.3.1 Dansk rett

Danske verdipapirsentraler skal drives i en desentral struktur, jf. Folketingstidende 1995-96 tillægg A bind II side 1969. Investorer skal være knyttet til verdipapirregisteret via en kontofører. Også utstedere skal være knyttet til verdipapirregisteret via en kontofører, jf. registreringsforskriften (forskrift nr. 925 av 17. oktober 1996) § 18 stk. 3. Kontofører for utsteder har en stilling som langt på vei vil tilsvare den som norske kontoførere for utsteder har. Kontofører utsteder har kontraheringsplikt i forhold til investorer.

Etter værdipapirhandelloven § 62 stk. 1, kan det aktuelle verdipapirregisteret og følgende institusjoner være kontoførere:

Formålet med at verdipapirregisteret får adgang til å opptre som kontofører er bl.a. begrunnet i hensynet til sikkerheten i avviklingen, jf. betænking nr. 1290, 1995 (Børsreform II) (side 127). Dessuten ble det nevnt at et verdipapirregister kan fungere som et kontoførende institutt for storkunder. Værdipapircentralen har valgt å benytte seg av muligheten til å være kontofører, men bare for forvaltere og såkalte remote members, typisk større investorer.

Det følger av værdipapirhandelloven § 63 at den danske tilsynsmyndigheten, Finanstilsynet, kan godkjenne at utenlandske verdipapirregistre og depotsteder er kontoførere. Forutsetningen er at de er under offentlig tilsyn. Finanstilsynet kan også godkjenne at andre danske verdipapirregistre er kontoførere i det aktuelle verdipapirregisteret.

Det enkelte verdipapirregister har ikke rett til å nekte en institusjon å opptre som kontofører dersom den oppfyller vilkårene stilt i værdipapirhandelloven §§ 62 stk. 1 og 63. Derimot kan et verdipapirregister som også er en clearingcentral fastsette regler for tilslutning som clearingdeltaker, jf. værdipapirhandelloven § 54 stk. 4. Det skal dreie seg om saklig begrunnede og ikke-diskriminerende krav. Vanligvis vil det være en forutsetning for en institusjon som vurderer å bli kontofører, at den også kan delta i verdipapiroppkjøpet.

Det kontoførende instituttet kan i følge registreringsforskriften § 18 velge å begrense antallet anmeldelsessteder under instituttet og de typer av registrerte finansielle instrumenter som det ønsker å kunne registrere. Det kan derimot ikke begrense arten av de rettigheter som instituttet skal registrere.

Finanstilsynet er i værdipapirhandelloven § 65 gitt hjemmel til å gi regler om godkjennelse av de ansatte i et verdipapirregister eller et kontoførende institutt som kan foreta registreringsoppgaver.

Såkalte storkunder er gitt rett til å innhente opplysninger om egne konti direkte i verdipapirregisteret og til å overføre meddelelser om salg fra egne konti gjennom verdipapirregisteret til de kontoførende institutter eller en clearingsentral, jf. værdipapirhandelloven § 62 stk. 1. Videre kan storkunder gi meldinger om registrering på egne konti direkte til verdipapirregisteret. Disse meldingene medfører ikke i seg selv at det foretas en registrering på kontoen. Registreringene må meldes inn i registeret av et kontoførende institutt. Meldingene om registrering kan imidlertid sendes det kontoførende instituttet via verdipapirregisteret. Det er ikke i loven gitt en definisjon av «storkunde». Det framgår av registreringsforskriften § 26 stk. 2 at det enkelte verdipapirregister skal fastsette hvem som kan tilsluttes som storkunde.

Storkundeordningen er lite brukt, særlig fordi investor kan oppnå tilnærmet samme resultat på rimeligere måter.

Tilslutning til et verdipapirregister fordrer inngåelse av en tilslutningssavtale med det aktuelle verdipapirregister. Dette gjelder både kontoførere og storkunder, jf. værdipapirhandelloven § 64. Det forutsettes i forarbeidene at tilknytningsavtalene er standardkontrakter.

16.3.2 Svensk rett

Det er etter svensk rett det enkelte verdipapirregister som bestemmer om det skal benyttes kontoførere, eller om det selv skal foreta alle registreringer. Dette framgår av kontoföringslagen 3. kap. Tidligere pliktet et verdipapirregister å benytte seg av kontoførere. Det ble imidlertid antatt at en slik plikt ville begrense konkurransemulighetene og ville kunne innebære et hinder for nye strukturer på området, jf. prp. 1997/98:160 side 114.

Dersom det benyttes kontoførere, vil det være et skille mellom kontoföring for egen regning, og kontoföring for andres regning. Adgangen til å føre andres konti er betydelig snevrere enn adgangen til kontoföring på egne vegne.

Riksbanken og Riksgäldskontoret, samt juridiske personer med en betryggende kapitalstyrke og teknisk og juridisk sakkunnskap, og som desuten anses egnet til å foreta registreringer i et verdipapirregister, får opptre som kontoførere på egne vegne. Det oppstilles ikke noe krav om at disse skal stå under tilsyn.

De kontoførere som har adgang til å foreta registreringer for en annens regning, er i følge den svenske kontoföringslagen 3. kap. 2 §:

1. Riksbanken och andra centralbanker,
2. Svenska och utländska clearingorganisationer,
3. Centrala värdepappersförvarare samt utländska företag som i sitt hemland får driva verksamhet som är jämförbar med central kontoföring, och
4. Värdepappersinstitut samt utländska företag som i sitt hemland får bedriva värdepappersrörelse.

Utenlandske foretak som nevnt under pkt. 2-4 skal stå under betryggende tilsyn av myndigheter eller andre behørige organer i hjemlandet. Det kan nevnes at med «värdepappersinstitut» forstås både rene verdipapirforetak og banker med tillatelse til å yte investeringstjenester.

Dersom registeret velger å benytte kontoførere, er registeret forpliktet til å akseptere et kontoførende institutt som både oppfyller lovens krav og de krav som registeret eventuelt måtte stille, jf. kontoföringslagen 3. kap. 3 §. Eventuelle krav fra registerets side må utformes og anvendes på lik måte.

I Sverige benyttes ikke utstederkonti. I stedet fører VPC et register inneholdende faste opplysninger om de finansielle instrumentene, slik som utstedt antall. Ved selskaphendelser som innebærer betaling eller tegning, vil en emittentbank delta. Emittentbanken mottar de nyutstedte aksjene og fordeler dem deretter ut til de enkelte investorene.

16.4 Utvalgets vurderinger

Spørsmålet om bruk av kontoførere har nær sammenheng med organiseringen av verdipapirregisteret. Ved utarbeidelsen av den gjeldende vpsloven ble det vurdert tre alternative måter å organisere et verdipapirregister på. En av de aktuelle mulighetene var å ha et sentralt register, der alle registreringene

på kontoene ble foretatt av registeret selv. Dette tilsvarer ordningen i f.eks. løsreregisteret. Et annet alternativ var å ha en fullstendig desentral løsning, basert på lokale registre. Den siste mulige løsningen var å ha et sentralt register der registreringene ble foretatt lokalt av kontoførere, og denne løsningen ble valgt.

Den fullstendig desentrale løsningen ble ansett lite ønskelig, ikke minst fordi det på tidspunktet for opprettelsen av VPS neppe ville være mulig å etablere datatekniske løsninger som ville sikre problemfrie verdipapiroppgjør. Den ville dessuten kunne gi problemer for føringen av aksjeboken.

Den største svakheten ved en løsning med et sentralt register som selv foretok alle registreringene, ble ansett å være at alle meldinger måtte sendes til verdipapirregisteret for registrering, og at det ville være problematisk med det daværende omsetningsvolumet å behandle alle registreringene på et sted, jf. Ot.prp. nr. 83 (1984-85) side 26. I innstillingen fra arbeidsgruppen nedsatt for å utrede de juridiske og tekniske sidene ved etablering av en verdipapirsentral i Norge i 1984, ble det også nevnt at man i Danmark opprinnelig foreslo en slik fullt ut sentral løsning, men at man senere gikk bort fra denne tanken. Årsaken til det danske valget var at man fryktet en sterk reduksjon i antall arbeidsplasser i verdipapirsektoren. Det ble i det norske lovarbeidet dessuten lagt vekt på at det skulle foretas minst mulig endringer i det mønster verdipapirhandelen allerede fulgte. Dette gjaldt bl.a. av hensyn til publikum. En sentral løsning ville medføre at investorene ikke kunne la sine konti føre av den som formidlet handlene, eller av den bank som ble brukt i andre sammenhenger. Dessuten var registrering og kontoføring oppgaver som allerede ble utført innenfor de institusjonene som ble foreslått gitt adgang til å være kontoførere.

Utvalgets flertall (alle unntatt medlemmene Økland, L'Abée-Lund og Krokeide) har som sitt utgangspunkt at lovgivningen ikke bør legge andre bindinger på organiseringen av verdipapirregistrenes virksomhet enn de som framstår som nødvendige for å sikre investorer og utstedere gode tjenester. *Flertallet* nevner i så måte at de ovenfor skisserte hensynene har fått redusert betydning. Dette gjelder ikke minst pga. de store teknologiske endringene de siste årene som tillater helt nye måter å foreta registreringer på. For eksempel vil internettløsninger kunne medføre at investorene selv kan registrere sine transaksjoner på samme måte som ved de tjenestene enkelte banker nå tilbyr for betaling via internett. Et annet argument for at verdipapirregistrene bør kunne organisere sin virksomhet på den måten som til enhver tid oppfattes som mest hensiktsmessig av markedsaktørene, er økende konkurranse mellom verdipapirmarkedene. Dette gjør det viktig at infrastrukturen i det norske verdipapirmarkedet er så velfungerende som mulig. *Flertallet* viser i denne henseende til uttalelsene i de svenske forarbeidene, referert under pkt. 16.4.2, om at plikt til å benytte kontoførere kan begrense konkurransemulighetene og innebære et hinder for nye strukturer på området.

Flertallet mener således at selv om kontoførerordningen gjennomgående har fungert godt, bør verdipapirregistrene for framtiden selv kunne organisere registreringsvirksomheten slik de til enhver tid finner mest tjenlig. I den grad investorenes og utstedernes kostnader ved kontohold, registrering av transaksjoner og gjennomføring av selskaphendelser kan reduseres uten bruk av de tradisjonelle kontoførerne, kan ikke *flertallet* se noen grunn til at lovverket skal forhindre dette. Det bør derfor ikke være obligatorisk for verdipapirregistrene å benytte seg av representanter til å foreta registreringene.

Verdipapirregistrene vil etter *flertallets* forslag kunne velge om de ønsker en løsning der de selv foretar alle oppgaver knyttet til registrering, eller om det er mest hensiktsmessig at andre institusjoner utfører registreringstjenester overfor utstedere og investorer på vegne av registeret. Registrene bør dessuten kunne velge kombinasjoner av disse to modellene. *Utvalgets flertall* nevner her at det er verdipapirregisteret som er nærmest til å bedømme om investorer bør kunne gis mulighet til å på egne vegne foreta ulike typer registreringer direkte i registeret.

Innretningen av registrene skal etter *flertallets* forslag nedfelles i regler som fastsettes av de enkelte verdipapirregistrene. Reglene skal etter forslaget godkjennes av Kredittilsynet, jf. utkastet § 1-2. Reglene skal fastsette hvem som skal kunne foreta hvilke typer registreringer, og om det skal skje på egne vegne, eller eventuelt også på vegne av andre. Det ledende hensynet ved utarbeidelsen av de aktuelle reglene, bør være å sikre at registrering kan foretas på en måte som er praktisk, sikker og kostnadseffektiv for investorene og utstederne. Herunder bør verdipapirregistrene kunne sikre investorene at det er enkelt å foreta registreringer, eksempelvis ved at institusjoner i deres nærmiljø tilbyr registreringstjenester.

Et verdipapirregister kan således velge å la andre institusjoner foreta alle registreringstjenester for investorene, samtidig som det selv foretar registreringer for utstederne, eller omvendt. Et annet eksempel er at eksterne institusjoner åpner og stenger konti, mens andre typer registreringer foretas av verdipapirregisteret selv eller av investor. Dette siste kan f.eks. være aktuelt ved etableringen av en internettløsning som tillater investor å melde inn registreringer direkte til registeret. VPS har allerede etablert et system der investor via internettsidene til forvaltningsselskap for verdipapirfond kan få oversikt over faste opplysninger på konto og over egen beholdning av verdipapirfondsandeler. Investor kan dessuten tegne fondsandeler via internett. Det vil kunne være aktuelt å utvide denne internettløsningen til også å gjelde andre finansielle instrumenter, og til å muliggjøre flere typer registreringer, slik at investor sammen med verdipapirregisteret kan fylle den tradisjonelle kontoførerrollen. Det kan f.eks. tenkes at investor selv kan registrere konto-til-konto-transaksjoner og fullmakter. *Utvalget* nevner at det finnes i hvert fall én kontofører i VPS som har etablert en internettbasert tjeneste der investor etter forutgående avtale over internett kan få oversikt over de finansielle instrumentene som er registrert på vedkommendes konto. Investor kan også etter spesiell autorisasjon melde inn f.eks. handelsfullmakter og frigivelser, jf. vpsl. § 4-3, via telebank til denne kontoføreren.

Ettersom verdipapirregistrene i fremtiden kan ha direkte kundekontakt bør det vurderes om de bør omfattes av reglene om tiltak mot hvitvasking av penger, jf. finansieringsvirksomhetsloven § 2-17. *Utvalget* legger til grunn at Finansdepartementet foretar den nærmere vurderingen av dette.

Tre medlemmer er uenige i flertallets vurderinger under dette kapitlet, medlemmene *Økland*, *L'Abée-Lund* og *Krokeide*.

Medlemmet *Økland* legger til grunn at verdipapirregistrene vil være helt sentrale i *infrastrukturen* for verdipapirer. Organiseringen av kontoførerfunksjonen er et spørsmål om å skape forutsetninger for konkurranse i betjeningen av investorer og utstedere. Spørsmålet er derfor av stor betydning for den fremtidige utvikling av verdipapirmarkedet. Dette gjelder både mht. bredden i investormassen og utviklingen i tjenestetilbudet til investorer og utstedere. *Dette mindretallet* er enig med flertallet i at det er nødvendig å sikre investorer

og utstedere gode tjenester, men er uenig med flertallet i de virkemidler som den nye loven bør anviser for å oppnå dette.

Dette mindretallet vil innledningsvis understreke at sammenligning med svensk lovgivning på dette området neppe er relevant. I Sverige er det en generell og åpen adgang til forvalterregistrering. I Sverige kan således finansinstitusjoner ivareta all kontakt og tjenestetilbud til investorsiden uten å være kontofører. Betydningen av kontoførere blir da en ganske annen enn i Norge der en må forvente at i alle fall aksjebeholdninger generelt skal registreres i registeret på reell eiers navn.

Det er nærliggende at dagens VPS vil få en helt dominerende stilling som registreringssentral i det norske markedet. Dersom flere sentraler skulle bli etablert, vil konkurransen mellom disse være rettet mot utstedersiden. Investorene vil ikke kunne velge sentral, men må følge utsteders valg. Fremover vil man m.a.o. stå overfor enten et faktisk monopol for dagens VPS (både mot utstedere og investorer) eller en situasjon med flere monopoler i forhold til investorsiden.

Utgangspunktet for lovrevisjonen er å tilpasse loven til en situasjon med økt konkurranse på alle ledd i verdipapirkjeden. *Dette mindretallet* mener derfor at det vil være galt om en ny lov gir et register anledning til å plassere seg selv i en monopolsituasjon i forhold til å tilby tjenester til investorer. VPS vil, dersom denne får en helt dominerende stilling, få anledning til å monopolisere også betjening av utstedersiden.

Dette mindretallet vil videre peke på at i en situasjon med flere registre vil eksterne kontoførere være den eneste muligheten investor har til å kunne forholde seg til én institusjon for alle sine verdipapirer. Uten eksterne kontoførere vil investors sammensetning av verdipapirporteføljen være avgjørende for hvor mange registre investor må forholde seg til.

Verdipapirer inngår som en del av investorens totale finansielle aktiviteter/sparing. *Dette mindretallet* mener det må være mulig for publikum å kunne velge én finansinstitusjon som i konkurranse med andre kan ivareta og levere hele spekteret av finansielle tjenester. Dette blir umulig dersom et verdipapirregister kan velge bort ordningen med eksterne kontoførere.

Kontoførerne er mer enn bare et mellomledd mellom registreringssentralen og investor/utsteder. Sentralens registreringsfunksjoner blir videreført av kontoførerne og utformet slik at markedets ulike behov og ønsker blir ivaretatt. Kontoførerne innehar videre kompetanse til både å besvare spørsmål og veilede investorer og utstedere. Ikke minst på utstedersiden er denne kompetanse av stor betydning i forbindelse med emisjoner, tilrettelegging etc. Konkurransen mellom kontoførerne sørger for at disse til enhver tid bestreber seg på å levere de beste tjenester til rimeligste priser. Det vil ikke nødvendigvis være tilfellet dersom registreringssentralen monopoliserer disse tjenester til seg selv ved å utelukke eksterne kontoførere.

Ny teknologi (internett) gir større bredde i mulige distribusjonskanaler. Det gir institusjoner uten fysisk distribusjonsnett langt bedre forutsetninger for å kunne tilby tjenester. Investorer/utstedere må imidlertid få anledning til selv å velge i hvilken form de ønsker å kommunisere. *Dette mindretallet* kan ikke se at en sentral registreringsenhet vil kunne bygge ut et apparat som kan være tilstrekkelig til å kunne betjene alle ulike kommunikasjonsformer for alle investorer/utstedere. Det synes heller ikke å være rasjonelt å unnlate å benytte det distribusjonsapparat som kontoførerne har. Det kan også være grunn til å peke på at kontoførernes kontornett også er et viktig salgsnett som overfor utstederne markedsfører registrering i verdipapirregisteret. Et stort antall

av de selskaper som i dag er registrert i VPS er da også et resultat av slik markedsføring.

Verdipapirregistre vil - som nevnt ovenfor - være en helt sentral del av infrastrukturen for verdipapirmarkedet. Etter *dette mindretallets* syn må det å kunne tilby tjenester til investorer og utstedere basert på denne infrastrukturen være åpent for alle aktører som tilfredsstiller objektivt fastsatte kriterier. Det bør ikke være opp til registeret å kunne plukke ut hvem de ønsker å levere registreringstjenester til - og gjennom dette utelukke noen fra å kunne tilby sine kunder tjenester basert på sentralens virksomhet. I praksis vil en ordning der registeret kan velge hvem som kan få være kontoførere, innebære at det blir registeret som avgjør hvilke aktører som skal kunne tilby verdipapirrelaterte tjenester i det norske markedet. Etter *dette mindretallets* syn vil en slik modell kunne reise problemstillinger også i forhold til EØS-reglene.

Det vil være uheldig om et register som vil ha monopol på registreringsfunksjonen på investorsiden samtidig skal kunne utøve kontoførervirksomhet i konkurranse med andre. All erfaring tilsier at en slik sammenblanding vil lede til overprising av monopolområder for å subsidiere den konkurranseutsatte virksomheten. Slik kryssubsidiering vil være til skade for effektiviteten i verdipapirmarkedet. Bestemmelsene i dagens vpslov mht. virksomhetsbegrensninger i VPS er nettopp utformet med sikte på å unngå en slik sammenblanding. Det bør også i en ny lov inntas bestemmelser som kan forhindre kryssubsidiering mellom monopol- og konkurranseområdet. Som et minimum mener *dette mindretallet* at et verdipapirregister ikke bør kunne drive registreringsvirksomheten og kontoførerfunksjonen i samme selskap.

Det *andre mindretallet*, L'Abée-Lund, legger til grunn at dagens ordning med et stort antall konkurrerende kontoførere bidrar til en sterk og positiv konkurranse om å drive selve kontoføringen mest mulig rasjonelt. Ved å benytte et stort antall kontoførere, spredt geografisk ut i landet, sikrer en også bred kontakt ut mot allmennheten, en kontakt som vanskelig kan oppnås i samme grad ved sentral registrering.

Etter *dette mindretallets* syn er den sterkt økende bruken av internett intet avgjørende argument ved valget mellom sentral og desentral løsning. Det vil aldri være aktuelt å overlate til den enkelte investor selv fullt ut å føre sin egen konto over internett, f.eks. opprettelse av konto, registrering og sletting av pantsettelser mv. Mange registreringer og tilleggstjenester vil imidlertid kunne egne seg for slik direkte tilgang fra investors side. Konkurransen mellom kontoførerne vil føre til at slike tilbud utvikles og tilbys i økende omfang.

Dette mindretallet er enig med flertallet i at det er et hovedhensyn at verdipapirregistrene drives mest mulig rasjonelt. Det kan tilsi at verdipapirregistrene selv får avgjøre hvordan de skal organisere sin virksomhet, herunder om de skal benytte eksterne kontoførere eller selv forestå all registrering og all kontakt med utstedere og investorer - en kan ikke ta for gitt at den organisering som ble valgt i 1985 fortsatt er den mest rasjonelle. Dette hensynet bør likevel avveies mot hensynet til publikumskontakt. Etter *dette mindretallets* syn er det her ingen fasit, bl.a. fordi et verdipapirregister med sentralisert kontoføring kan tenkes å organisere sin publikumskontakt på ulike måter. Også etter *dette mindretallets* syn bør derfor organiseringen ikke lovfestes. Organiseringen bør derimot være blant de spørsmål som konsesjonsmyndigheten tar stilling til.

Dette mindretallet legger til grunn at selv i en situasjon med flere verdipapirregistre, alle med sentralisert kontoføring, vil det i praksis bli mulig for investor å ha verdipapirkonto kun i ett register, selv om vedkommende også

eier fondsaktiver som er utsteder-registrert i de andre registrene. Dette vil være mulig ved ulike former for forbindelseslinjer («linker») mellom registrene, og *dette mindretallet* legger til grunn at etterspørselen vil tvinge fram slike løsninger.

Etter *dette mindretallets* syn vil en imidlertid ikke være sikret at et verdipapirregister i faktisk monopolsituasjon vil legge vekt bare på hva som er mest rasjonelt for verdipapirmarkedet. En risikerer at registeret uavhengig av slike vurderinger ser det som en interessant og bedriftsmessig lønnsom utvidelse av virksomheten å overta registrering og investor-/utstederkontakt selv. Etter *dette mindretallets* syn bør derfor konsesjonsmyndigheten ikke gi Verdipapirsentralen konsesjon til en slik omlegning inntil det er etablert et konkurrerende verdipapirregister med fullt tjenestespekter. Fra det tidspunkt bør også Verdipapirsentralen ha samme adgang som de(t) konkurrerende verdipapirregister til å legge opp til sentralisert kontoføring, likevel slik at det kreves tillatelse til slik omlegning fra konsesjonsmyndigheten.

For så vidt et verdipapirregister organiseres med bruk av eksterne kontoførere, er *dette mindretallet* enig med det *første mindretallet* (Økland) i at det bør være kontraheringsplikt for verdipapirregisteret. Alle aktører som fyller visse objektive fastsatte vilkår, må ha adgang til å tilby tjenester som kontofører for registeret. Et minstevilkår vil bl.a. være at kontoføreren står under tilsyn av Kredittilsynet, ev. av tilsvarende tilsyn innen EØS-området.

Medlemmet *Krokeide* finner i det alt vesentlige å kunne tiltre det som er anført av medlemmene *Økland* og *L'Abée-Lund*, uten å gå nærmere inn på de enkelte punkter.

Kapittel 17

Fremgangsmåten ved registrering

17.1 Innledning

Det er etter gjeldende rett relativt detaljerte regler om innretningen av VPS' registre, og om hvordan registreringer skal foregå. Disse reglene framgår av vpsloven ([Link til](#)) kapittel 4 med tilhørende forskrifter. Det er spesielt forskrift 22. mai 1986 nr. 1157 om registrering i Verdipapirsentralen (registreringsforskriften) som har betydning. Verdipapirsentralen har dessuten regulert visse sider ved registreringsvirksomheten i sin tilknytningsavtale for verdipapirforetak og kontoførere.

De nasjonale verdipapirregistrene møter i langt større grad enn tidligere konkurranse fra øvrige lands verdipapirregistre og fra de internasjonale institusjonene for oppgjør og registrering av finansielle instrumenter, Euroclear og Clearstream. *Utvalget* anser det således som viktig at de rettslige rammene for de norske verdipapirregistrene gjør det mulig for dem å delta på like vilkår i den internasjonale konkurransen. En konsekvens av dette er at verdipapirregistrene i utgangspunktet må kunne innrette registreringsvirksomheten slik de finner det mest tjenlig. *Utvalget* foreslår i kapittel 16 at registrene selv skal fastsette hvem som skal kunne foreta hvilke typer registreringer. Verdipapirregistrene bør imidlertid også i størst mulig grad kunne bestemme innretningen av selve registrene og fremgangsmåten ved registrering. Dermed gis rettighetsregistrene tilstrekkelig fleksibilitet til å kunne utnytte de teknologiske muligheter som måtte komme, og til å følge den internasjonale utviklingen på området. Det er nærliggende å anta at denne løsningen vil gi rettighetsregistrene et incitament til å velge de løsninger for registrering som til enhver tid er mest hensiktsmessig for investorer, utstedere og andre markedsaktører. Innretningen av registeret vil dermed kunne bli et konkurransemoment både dersom det skulle stiftes flere norske rettighetsregistre enn Verdipapirsentralen, og i forhold til utenlandske rettighetsregistre.

Utvalget foreslår derfor at bare de mest grunnleggende regler om selve registreringen bør lovfestes. Dette vil primært være regler *utvalget* mener er så viktige for markedsaktørenes tillit til verdipapirregisteret at de bør framgå av loven. For øvrig bør verdipapirregistrene selv kunne fastsette bestemmelser om hvordan registreringsvirksomheten bør innrettes, jf. lovutkastet § 7-5. Reglene skal etter *utvalgets* forslag godkjennes av Kredittilsynet, jf. lovutkastet § 1-2. Dette er begrunnet i Kredittilsynets alminnelige tilsynsansvar med verdipapirregistrene, jf. kapittel 24.

17.2 Krav til kontosystemet

17.2.1 Gjeldende rett

Etter gjeldende rett er registeret kontobasert. Det finnes to ulike typer konti: investorkonti og utstederkonti. På en investorkonto registreres hele eller

delers av en investors beholdning av vpsregistrerte finansielle instrumenter. I tillegg inneholder kontoen informasjon om investor, om ulike fullmakter og rådighetsbegrensninger. Dessuten anmerkes begrensede rettigheter i beholdningen registrert på kontoen. I forarbeidene til vpsloven er investorkonti nærmere beskrevet, jf. Ot.prp. nr. 83 (1984-85) side 35:

«I hovedtrekk vil en verdipapirkonto kunne sammenlignes med en vanlig pengekonto i en bank, men den vil være mer komplisert fordi den vil kunne inneholde flere typer verdipapirer. Verdipapirkontoen vil kunne minne om en pengekonto som omfatter innskudd i flere forskjellige valutaer. I tillegg må det tas hensyn til at det alltid vil være en gitt mengde registrerte fondsaktiver, og at denne mengde må avstemmes i systemet som helhet. Dette vil blant annet medføre strengere dekningskontroller, da en verdipapirkonto ikke vil kunne overtrekkes.»

Det kan ikke registreres penger på en vpskonto, derimot kan det registreres informasjon om hvordan betaling av utbytte, renter etc. skal foretas.

Det følger av vpsl. § 4-1 at investorene kan ha konti hos én eller flere kontoførere. Det følger av §§ 4-1 og 4-4 hvilke opplysninger som kan, eventuelt skal, registreres på investorkonti. Ytterligere bestemmelser om hvilke opplysninger som skal registreres i registeret, bl.a. på investorkonti, utstederkonti og ved emisjoner, framgår av registreringsforskriften.

Utstedere av registrerte finansielle instrumenter skal ha en utstederkonto, jf. vpsl. § 4-8. Utstederkontoen er i følge forarbeidene motposten til den sirkulerende mengden av registrerte finansielle instrumenter, jf. Ot.prp. nr. 83 (1984-85) side 63. Utstederkontoen vil dermed være et middel til å sikre at antallet utstedte og antallet registrerte finansielle instrumenter med samme ISIN er identisk. Dessuten vil utstederkontoen gi en oversikt over visse viktige opplysninger angående det enkelte finansielle instrumentet, og vil således sikre en viss informasjon til markedet. Med den nåværende innretningen av VPS' systemer, vil utstederkontoen danne basisen for gjennomføringen av selskaphendelser, slik som fusjoner, emisjoner og utbyttebetalinger.

Utstederkontoen vil i realiteten være en liste med visse opplysninger om utsteder og de aktuelle finansielle instrumentene. VPS' registre er organisert slik at denne listen over opplysninger framkommer ved søk på det aktuelle finansielle instrumentets ISIN. Det kan også søkes på utstaders identitet. Av vpsl. § 4-8 fremgår det bare at utstederkontoen skal vise det totale antall av vedkommende finansielle instrument, og at den skal inneholde fast informasjon om vedkommende finansielle instrument, emisjoner, utbetalinger mv. Hvilke øvrige opplysninger som skal registreres på utstederkonti for de ulike finansielle instrumentene, er regulert i registreringsforskriften §§ 8 til 15. Dette vil bl.a. gjelde utstaders navn og organisasjonsnummer. Enkelte av de registrerte opplysningene vil inngå i aksjeeierregisteret, jf. asal. § 4-4, som gir anvisning om hvilke opplysninger som skal framgå av aksjeeierregisteret. Aksjeeierregisteret dannes ved å samkjøre enkelte av opplysningene på utstederkontoen med opplysninger generert fra investorkontoene om eierforholdene til aksjer i selskapet. Det er etter gjeldende rett ikke full overensstemmelse mellom de opplysningene om selskapsforholdet som skal framgå av aksjeeierregisteret etter asal. § 4-4, og de faste opplysningene som skal framgå av utstederkontoen, jf. registreringsforskriften § 8. Utstederkontoen skal inneholde flere opplysninger enn det som følger av allmennaksjeloven.

Kontoføreren for utstederkontoen skal ved konverteringen av et selskap inn i VPS opprette konti for de aksjonærene som ikke har oppgitt noen vpskonto for aksjene, jf. vpsl. § 4-8 tredje ledd, og skal dessuten sørge for at panter etter registreres. Registreringsforskriften § 2 inneholder nærmere bestemmelser om tvangsopprettelse av konti. Blant annet kan ikke en tvangsopprettet konto disponeres før alle opplysninger som skal registreres på en investorkonto etter registreringsforskriften § 1 er registrert.

17.2.2 Utenlandsk rett

17.2.2.1 Dansk rett

Den danske værdipapirhandelloven inneholder ingen bestemmelser som direkte regulerer bruken av konti. Derimot benyttes uttrykket «konto» flere steder i lovteksten. Det framgår av den danske registreringsforskriften (forskrift av 17. oktober 1996 nr. 925) § 31 at et verdipapirregister skal innrettes slik at ethvert finansielt instrument registreres på en konto. Det framgår også av denne bestemmelsen minimumskrav til hva som skal registreres på konto, for eksempel kontohavers navn og til hvem verdipapirregisteret kan betale med frigjørende virkning. Dersom kontohaver ikke er eier av de finansielle instrumentene som står på kontoen, skal dette anmerkes, og det samme gjelder dersom kontoen føres på vegne av flere eiere. Det er i registreringsforskriften også gitt regler om hvilke opplysninger som skal registreres ved registreringen av begrensede rettigheter, konkurs, rådighetsinnskrenkninger og betingede rettigheter. Opplysninger om den pantesikrede fordrings størrelse og prioritetsstilling kan ikke anmerkes. Det er det enkelte rettighetsregister som fastsetter regler om fremgangsmåten ved registrering av betalingsforbehold og av de to ulike typer pant som benyttes ved verdipapiroppkjøpet: transaksjonspant og flytende pant etter værdipapirhandelloven § 55 stk. 2 og 3.

Verdipapirregistre plikter å benytte utstederkonti. De kalles «hovedbog», og tjener bl.a. til å avstemme antall utstedte finansielle instrumenter med det antallet som er registrert på investorkontiene. Det er det enkelte verdipapirregister som fastsetter hvilke opplysninger som skal registreres i hovedboken. Registreringene i hovedboken foretas av en kontofører utsteder. Kontofører utsteder har kontraheringsplikt i forhold til investorer med finansielle instrumenter vedkommende er ansvarlig for kontoføringen av, jf. registreringsforskriften § 19 stk. 1.

17.2.2.2 Svensk rett

Det følger av kontoföringslagen 4. ([Link til](#)) kap. 1 § at et «avstämningsregister» består av konti som legges opp for eiere av registrerte finansielle instrumenter. Hver innehaver av registrerte finansielle instrumenter skal ha en eller flere konti, dersom ikke instrumentene er forvalterregistrerte, jf. 4. ([Link til](#)) kap. 16 §. Det følger direkte av loven hvilke opplysninger som skal registreres på en konto, jf. 4. ([Link til](#)) kap. 17 til 20 §§.

Det er ikke lovfestet at det skal benyttes utstederkonti. VPC fører imidlertid et register inneholdende faste opplysninger om de finansielle instrumentene, for eksempel utstedt antall. Ved selskapshendelser som innebærer betaling eller tegning, deltar en emittentbank. Emittentbanken mottar de nyutstedte aksjene og fordeler dem deretter til investorene.

17.2.3 Utvalgets vurdering

Utvalget finner at «konto» er en vel innarbeidet betegnelse som også benyttes i Danmark og Sverige, og foreslår derfor at informasjonssammenstillinger som er systematisert etter investor eller forvalter, fortsatt bør kalles konti. Etter *utvalgetssyn* bør investor, slik det er tilfelle etter gjeldende rett, kunne ha flere konti i det samme verdipapirregisteret. Dette kan være hensiktsmessig dersom investor for eksempel ønsker å gi ulike fullmakter til disponering av forskjellige deler av sin beholdning av registrerte finansielle instrumenter. En slik adgang er forutsatt i lovforslaget § 7-2 første ledd annet punktum.

Utvalget anser det klart at verdipapirregistrene fortsatt må ha oversikter over visse faste opplysninger om de enkelte finansielle instrumentene som er utstedt via registeret. Dette er i samsvar med hva som følger av dansk rett, og med det systemet som benyttes i Sverige. *Utvalget* finner imidlertid ikke grunn til å benytte betegnelsen «utstederkonto» om disse oversiktene. Oversikten må være innrettet på en slik måte at det kan søkes på de finansielle instrumentenes ISIN eller eventuelle andre entydige angivelser av de enkelte finansielle instrumentene. Oversikten må dessuten være slik ordnet at den muliggjør sammenstilling av eier- eller kreditorregistre for den enkelte utsteder. Eksempelvis må det kunne dannes aksjeeierregistre som tilfredsstiller kravene i asal. § 4-4 annet ledd. Et viktig punkt for *utvalget* er dessuten at verdipapirregistrene må kunne tilby betryggende rutiner for at det ikke er avvik mellom det antallet finansielle instrumenter med samme ISIN som er utstedt via verdipapirregisteret eller som ev. er registrert i registeret via en link til et annet verdipapirregister, og det antallet som er registrert på investorkonti i det samme registeret. *Utvalget* kan vanskelig se at det kan gis tilstrekkelig sikkerhet for at det ikke foreligger avvik uten at det i hvert verdipapirregister finnes en oversikt over antallet enheter som registeret har utstedt eller som er registrert i registeret via link til et annet register. Denne oversikten må løpende kontrolleres mot det antallet enheter av ISIN'et som er registrert på investorkontoene i registeret. *Utvalget* nevner for øvrig at det vil være viktig at en del faste opplysninger om de enkelte ISIN'enes egenskaper er tilgjengelige for markedsaktørene. Slik informasjon er i dag gjort tilgjengelig for alle som er knyttet direkte opp mot VPS' systemer. *Utvalget* foreslår at det er det enkelte verdipapirregister som fastsetter hvilke opplysninger som skal registreres om de enkelte finansielle instrumenter, i den grad ikke bestemte krav følger av lovgivningen, eksempelvis av asal. § 4-4. Dette følger av lovutkastet § 8-2. Det må i det minste registreres ISIN eller annen entydig angivelse av de finansielle instrumenter, og visse opplysninger som beskriver dem nærmere. I tillegg må det registreres utstedt antall, eventuelt det antallet av et utenlandsk finansielt instrument som er registrert i et norsk verdipapirregister via linksamarbeid, jf. lovutkastet § 8-1 nr. 1.

17.3 Vilkårene for at et finansielt instrument kan utstedes gjennom et norsk verdipapirregister

17.3.1 Gjeldende rett

Det er i dag utsteder som tar initiativet til å få et finansielt instrument registrert i VPS. Dette gjelder også der det er registreringsplikt for det aktuelle finansielle instrumentet. VPS har dessuten lagt til grunn at det er utstederne som

begjærer opprettet delregistre i VPS der det finansielle instrumentet er utstedt gjennom et utenlandsk register. Det er ikke gitt en generell lovbestemmelse om at det er utsteder som kan begjære et finansielt instrument utstedt via VPS. Det er imidlertid mulig at dette kan utledes av en del enkeltregler. Vpsl. § 4-8 tredje ledd lyder: «*Når et aksjeselskap har besluttet å la sine aksjer registrere i Verdipapirsentralen <...>*». Dessuten skal det vedtektsfestes om et aksjeselskap skal vpsregistreres, jf. asl. § 2-2. Forskrift av 29. august 1986 nr. 1730 om innkalling av sirkulerende ihendehaverobligasjoner § 2 lyder: «*Obligasjon-utsteder (låntager) avgjør hvorvidt et lån skal registreres i Verdipapirsentralen.*» Senere er det innført registreringsplikt for obligasjoner, men det samme prinsippet følges i praksis. Det anses å være utstедers ansvar at f.eks. et obligasjonslån registreres i VPS. Ansaret påligger ikke VPS eller kontoførerne. VPS kan f.eks. ikke tvangsregistrere allmennaksjeselskaper som ikke overholder plikten etter asal. § 4-4 til å la seg vpsregistrere.

17.3.2 Utenlandsk rett

17.3.2.1 Dansk rett

Forutsetningen i det danske regelverket er at det er utsteder som begjærer registrering og dermed også velger hvilket verdipapirregister registreringen skal skje gjennom. Etter verdipapirhandelloven § 59 stk. 3 kan et finansielt instrument bare utstedes gjennom ett verdipapirregister.

Finansielle instrumenter utstedt gjennom et annet dansk verdipapirregister eller et utenlandsk verdipapirregister som det aktuelle verdipapirregisteret har forbindelse med, kan imidlertid tas opp til registrering etter verdipapirregisterets styres beslutning, jf. registreringsforskriften § 1 stk. 5. Registreringen skjer på begjæring av eierne av instrumentene.

17.3.2.2 Svensk rett

Etter lag om kontoföring 4. ([Link til](#)) kap. 4 § skjer registrering i et svensk verdipapirregister etter avtale med utstederen. Dersom de finansielle instrumentene har blitt utstedt i et annet land, kan slik registrering også skje ved avtale mellom verdipapirregisteret og det utenlandske verdipapirregisteret. Forutsetningen for dette er at de finansielle instrumentene har blitt skilt ut for registrering i det svenske registeret. Det fremheves i de svenske forarbeidene, prp. 1997/98:160 side 172, at dette er i samsvar med internasjonale anbefalinger på området.

Samme lovbestemmelse fastslår at samme finansielle instrument bare kan registreres på investorkonti i ett svensk verdipapirregister. Dersom en institusjon utsteder flere ulike obligasjonsserier, vil disse kunne utstedes gjennom forskjellige verdipapirregistre. Et aksjeselskap må imidlertid benytte samme verdipapirregister for all registrering av aksjer og visse rettigheter knyttet til aksjene, slik som fortrinnsrett ved emisjoner.

17.3.3 Utvalgets vurdering

Etter *utvalgets* forslag er det utstederen av norske verdipapirer og andeler i norske verdipapirfond som bestemmer om dette skal utstedes i et verdipapirregister. Utstederen bestemmer også hvilket verdipapirregister som skal benyttes. For aksjer er det vedkommende aksjeselskap som er utsteder, mens det for obligasjoner og andre låneinstrumenter er låntakeren som er utsteder. For andeler i verdipapirfond er det vedkommende forvaltningsselskap som forestår utstedelsen av nye andeler. For andre norske finansielle instrumenter

inneholder ikke lovforslaget bestemmelser om hvem som skal beslutte registrering i et verdipapirregister. Utvalget antar at dette for derivaters del vil være en børs eller en oppgjørssentral, ev. den forpliktete etter derivatkontrakten.

Lovforslaget inneholder heller ikke regler om hvem som beslutter utstedelse i et verdipapirregister for finansielle instrumenter utstedt i utlandet, se lovforslaget § 2-2 og de spesielle merknadene til denne nedenfor.

Et finansielt instrument kan bare utstedes via ett verdipapirregister. Med finansielt instrument menes her f.eks. én obligasjonsserie eller én derivatserie. De enkelte finansielle instrumentene innen disse seriene vil ha samme ISIN. Utsteder kan utstede en annen serie finansielle instrumenter via et annet register. Aksjer, tegningsrettigheter etc. i aksjeselskap/allmennaksjeselskap bør etter *utvalgetssyn* bare kunne utstedes via ett verdipapirregister. Det vil si at alle selskapets aksjeklasser må utstedes via det samme registeret, selv om de forskjellige aksjeklassene har ulike ISIN. *Utvalget* antar at dette vil være nødvendig for på en enkel måte å få dannet et aksjeeierregister som fyller kravene i asal. § 4-4 og et tegningsrettsregister som fyller kravene i asal. § 4-11. Dette bør tas i betraktning ved utformingen av ny lovtekst i aksjelovgivningen for å tilpasse denne til en situasjon med flere mulige registre enn VPS.

17.4 Konvertering av et finansielt instrument inn eller ut av et verdipapirregister

17.4.1 Gjeldende rett

Det er først og fremst vpsl. § 4-8 som regulerer fremgangsmåten når et finansielt instrument skal utstedes via VPS. Bestemmelsen fastslår at utsteder skal ha en utstederkonto i VPS hos en kontofører. Dessuten fastslås det i tredje ledd at når et aksjeselskap har besluttet å la sine aksjer registrere i VPS, skal selskapets kontofører utsteder sørge for at det blir opprettet konti for de aksjonærer som ikke har oppgitt noen konto, og for at panthaverne får registrert sin panterett. Disse kontoene kalles ofte «tvangsopprettede konti». De er nærmere regulert i registreringsforskriften § 2. Denne bestemmelsen fastslår at en kontofører på disse kontoene skal registrere de opplysningene som kan fremgå av en investorkonto i den grad disse finnes i selskapets aksjebok. Dessuten skal kontoføreren sørge for at manglende opplysninger registreres så snart som mulig. En tvangsopprettet konto kan ikke disponeres før alle opplysningene som skal fremgå av en investorkonto er registrert. Dersom det er feil i selskapets aksjebok som medfører at konto opprettes med feil opplysninger om kontohaver, kan aksjer registrert på denne kontoen overføres til den som sannsynliggjør at vedkommende er rette eier av aksjene.

For aksjer skal det dessuten anmerkes på utstederkontoen at selskapet ikke er registrert inntil selskapet er registrert i foretaksregisteret, jf. registreringsforskriften § 8.

Det er i asal. § 4-11 gitt relativt detaljerte bestemmelser om registrering og sletting av et aksjeselskap i VPS. Blant annet er det fastsatt at selskapet ved beslutning om registrering i VPS skal varsle om at de som står innført som aksjonærer i aksjeeierboken vil bli registrert som eier for det antall aksjer aksjeeierboken viser, med mindre det godtgjøres at en annen er aksjeeier. Varaset skal senest to måneder før registreringen sendes alle som er registr-

ert som aksjeeiere i aksjeeierboken, og kunngjøres i Norsk lysingsblad og i minst én avis som er alminnelig lest på selskapets forretningssted.

Dersom aksjeselskapet ikke lenger ønsker registrering i VPS, skal det på samme måte varsle om at den som er angitt som aksjeeier i aksjeeierregisteret vil bli innført i aksjeeierboken som eier for det antall aksjer aksjeeierregisteret viser. Det er også her krav om to måneders varsel. Rettigheter i en aksje registrert i VPS anses ved overgangen til aksjeeierboken som meldt til selskapet med den prioritet rettighetene har etter registreringen i VPS.

Kongen kan gi nærmere forskrifter om fremgangsmåten ved registrering og sletting av selskapet fra VPS, jf. asl. 4-11 fjerde ledd.

17.4.2 Utenlandsk rett

17.4.2.1 Dansk rett

Regelverket om utstedelse av finansielle instrumenter gjennom et verdipapirregister og om opphør av registreringen, følger av den danske registreringsforskriften ([Link til](#)) kapittel 1 og 2. Det er der fastsatt at et register ved innkallelse av allerede utstedte finansielle instrumenter, skal ta hensyn til rettighetshaverne. Ved utstedelsen setter utsteder dem enten inn på en konto tilhørende vedkommende selv, eller på en konto utpekt av den første eieren av de finansielle instrumentene. Utenlandske finansielle instrumenter skal legges i et særlig sikret depot til fordel for det aktuelle verdipapirregisteret, før de kan utstedes i Danmark. Dette gjelder dog ikke såfremt det er snakk om en link med utenlandske registre.

Dersom registreringen opphører etter ønske fra utstederen, eller de finansielle instrumentene ikke lenger oppfyller betingelsene for registrering, skal de slettes fra registrene. Dersom de registrerte rettighetene fortsatt skal eksistere etter at det aktuelle ISIN'et slettes fra registeret og ikke registreres i et annet verdipapirregister, skal kontohavere og registrerte rettighetshavere, i tillegg til kontoførerne, få meddelelse om tidspunktet for opphøret av registreringen, i tillegg til at verdipapirregisteret skal bekjentgjøre dette i Statstidende minst fire uker før opphøret. Utleveres dokumenter til erstatning for de registrerte finansielle instrumenter, skal meddelelsen og bekjentgjørelsen inneholde opplysninger om fremgangsmåten. Senest åtte hverdager etter opphøret av registreringen skal verdipapirregisteret sende kontoførerne fortegnelser over de av kundene til kontoførerne som hadde registrert det aktuelle finansielle instrumentet, kontoutskrift på oppgjørstidspunktet, i tillegg til et bevis for hver konto ført av den aktuelle kontoføreren med angivelse av antallet finansielle instrumenter. Kontoførerne skal deretter meddele de etter kontoutskriftene berettigede, om avhenting av bevisene.

17.4.2.2 Svensk rett

Det er i kontoföringslagen 4. ([Link til](#)) kap 6 til 15 §§ gitt bestemmelser om dokumentasjonskrav for de som ber om å bli registrert som eiere av finansielle instrumenter, eller panthavere i dem. Generelt sett kreves det at vedkommende framviser et fysisk dokument eller på annen måte underbygger sin rett. Det er også gitt regler om makulering av de fysiske uttrykkene for det finansielle instrumentet. Makulerte dokumenter skal oppbevares av verdipapirregisteret i minst 10 år.

Obligasjonseiere har først krav på utbetalinger idet deres innehav er registrert på en konto.

Der finansielle instrumenter ikke lenger skal være registrert i verdipapirregisteret, plikter verdipapirregisteret å gi utsteder, eller et annet verdipapirregister etter utsteders anvisning, opplysning om innholdet av samtlige investorkonti. Dersom en avtale med et utenlandsk verdipapirregister om at det svenske registeret skal registrere finansielle instrumenter utstedt via dette, ikke lenger skal gjelde, skal det utenlandske registeret få tilsvarende opplysninger. Verdipapirregisteret plikter å underrette samtlige kontohavere og rettighetshavere om opphøret av registreringen.

17.4.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget regner med at det vil være i et verdipapirregisters egen interesse at utstedelse av et finansielt instrument foregår på en mest mulig hensiktsmessig måte. *Utvalget* finner imidlertid at det bør lovfestes at et verdipapirregister skal sikre eiere av de finansielle instrumentene og eventuelle rettighetshavere mot å lide rettstap i forbindelse med konvertering av de finansielle instrumentene inn i et verdipapirregister, herunder ved flytting av finansielle instrumenter fra et verdipapirregister til et annet, jf. lovforslaget § 2-3. Dette vil være særlig viktig i forhold til investorer som ikke har konto i det aktuelle verdipapirregisteret. Det må imidlertid være opp til det enkelte verdipapirregister å fastsette på hvilken måte selve utstedelsen skal skje og hvordan rettighetshaverne skal sikres. Investorene og rettighetshaverne må dessuten få beskjed om at deres rettigheter er registrert i det aktuelle verdipapirregisteret. *Utvalget* foreslår ikke endringer i asl. § 4-11. Framgangsmåten i denne bestemmelsen må derfor følges ved konverteringen av aksjeselskaper.

Utvalget mener at i de tilfeller et finansielt instrument ikke lenger skal være utstedt via et verdipapirregister, må verdipapirregisteret plikte å samarbeide lojalt med utsteder. Dette gjelder også dersom de finansielle instrumentene skal utstedes via et annet verdipapirregister, norsk eller utenlandsk. Herunder må verdipapirregisteret utlevere de registrerte opplysningene til det andre verdipapirregisteret. Dette må skje raskt, og uten urimelige kostnader eller andre byrder for utsteder. Dette vil være nødvendig for å sikre en virksom konkurranse på registreringstjenester. Kontohaverne og de registrerte rettighetshaverne må i god tid få melding om opphøret av registreringen, slik at de får tid til å områ seg. *Utvalget* finner at framgangsmåten og verdipapirregisterets plikter i forbindelse med utregistreringen av et finansielt instrument bør nedfelles i verdipapirregisterets egne regler. Disse skal godkjennes av Kredittilsynet, og *utvalget* antar at dette, sammen med konkurranserettslige regler, vil gi tilstrekkelig sikkerhet for at reglene utformes i samsvar med de ovennevnte forutsetninger.

17.5 Utsteders rett til å få utstedt et finansielt instrument via et verdipapirregister

17.5.1 Gjeldende rett

Spørsmålet om en utsteder har krav på å få utstedt et finansielt instrument via VPS er ikke direkte lovregulert. VPS har imidlertid et rettslig monopol, i tillegg til at det er en omfattende registreringsplikt, og det er dermed nærliggende å anta at VPS har en tilnærmet absolutt kontraheringsplikt. Problemstillingen har aldri dukket opp i praksis.

Kontofører utsteder har ikke kontraheringsplikt overfor utsteder, utover det som følger av alminnelige rettsgrunnsetninger.

17.5.2 Utenlandsk rett

17.5.2.1 Dansk rett

Danske verdipapirregistre har i utgangspunktet ikke kontraheringsplikt i forhold til utstedere av finansielle instrumenter. Det enkelte verdipapirregister fastsetter regler om hvilke finansielle instrumenter som kan utstedes via det, jf. registreringsforskriften § 1 stk. 2. Disse reglene skal sikre alle berørte lik behandling, og skal godkjennes av den danske tilsynsmyndigheten, Finanstilsynet.

17.5.2.2 Svensk rett

Spørsmålet om svenske verdipapirregistres kontraheringsplikt er ikke lovregulert. I forarbeidene, prp. 1997/98:160 (side 172), er det imidlertid forutsatt at en situasjon der et verdipapirregister ikke ønsker å fortsette registreringen av en utstedeers finansielle instrumenter bør reguleres i avtale. Herunder bør forutsetningene for oppsigelse av avtalen reguleres. Verdipapirregistrene har dermed ikke en absolutt kontraheringsplikt, i motsetning til det som gjaldt for obligasjoner bestemt for allmenn omsetning og aksjer i avståmningsbolag før kontoföringslagen trådte i kraft.

17.5.3 Utvalgets vurdering

Spørsmålet om kontraheringsplikt overfor utstedere av finansielle instrumenter omfatter spørsmålet om et verdipapirregister skal ha plikt til å registrere alle typer finansielle instrumenter, herunder for eksempel derivater og pengemarkedsinstrumenter, og om det skal ha plikt til å kontrahere med de enkelte utstedere av de finansielle instrumenter som verdipapirregisteret i tilfelle registrerer.

Når det gjelder den første problemstillingen antar *utvalget* at en plikt for registeret til å foreta registreringer, vil kunne være uheldig ut fra en forretningsmessig vurdering. En slik plikt vil kunne hindre en spesialisering blant verdipapirregistrene. Dessuten vil en slik plikt kunne være negativ dersom det skulle vise seg at de aktuelle instrumentene etter verdipapirregisterets syn egner seg dårlig for registrering, f.eks. pga. instrumentenes kompleksitet. Registrering av visse typer finansielle instrumenter vil for øvrig kunne betinge endringer i de eksisterende systemer, noe som vil kunne medføre til dels betydelige kostnader. *Utvalget* nevner i denne henseende at det kan bli økt fokus på behovet for å drive registreringsvirksomheten på en forretningsmessig lønnsom måte ettersom verdipapirregistrene vil være konkurranseutsatte. Konkurransen vil finne sted innad i Norge, dersom det skulle bli etablert konkurrerende verdipapirregistre til VPS. I og med at plikten til å registrere finansielle instrumenter i et norsk verdipapirregister foreslås opphevet, vil det også bli konkurranse på tvers av landegrensene. Blant annet i Sverige og Danmark har verdipapirregistrene adgang til selv å velge hvilke finansielle instrumenter de ønsker å registrere. En manglende valgfrihet angående hvilke finansielle instrumenter verdipapirregisteret anser det forretningsmessig ønskelig å registrere, vil derfor kunne være en konkurranseulempe for norske registre.

På den annen side vil en adgang for registeret til å nekte registrering kunne medføre at det ikke blir mulig å få registrert alle typer instrumenter i et

norsk verdipapirregister. Dette vil kunne vise seg uheldig for det norske verdipapirmarkedet, ettersom registrering av finansielle instrumenter er nødvendig for å sikre et effektivt og sikkert oppgjør av handler i finansielle instrumenter, og også letter forvaltningen av dem. Alternativet for utsteder er å utstede de finansielle instrumentene gjennom et utenlandsk verdipapirregister eller i fysisk form. Dette vil neppe være tjenlig for alle utstedere. På generelt grunnlag anser *utvalget* heller ikke hensiktsmessig med utstedelse av fysiske dokumenter. *Utvalget* antar for øvrig, som nevnt i pkt. 14.3.2, at det ikke lenger bør være anledning til å utstede negotiable ihendehaverobligasjoner i dokumentform. *Utvalget* har dessuten ikke foreslått opphevelse av den registreringsplikt som følger av asal. § 4-4, slik at det vil foreligge en begrenset registreringsplikt.

Utvalget har etter en samlet vurdering kommet til at et verdipapirregister bør ha anledning til å fastsette begrensninger mht. hvilke finansielle instrumenter det ønsker å registrere, jf. lovforslaget § 2-2 annet ledd. For å sikre at hensynet til det norske verdipapirmarkedet blir ivarettatt ved fastsettelsen av disse reglene foreslår *utvalget* at de aktuelle bestemmelsene tas inn i verdipapirregisterets vedtekter. *Utvalget* nevner at det vanskelig kan tenkes at et verdipapirregister bør kunne nekte å utstede finansielle instrumenter som pliktes registrert i et verdipapirregister. Dette gjelder særlig dersom det blir et faktisk monopol på registreringstjenester.

Den andre problemstillingen er om et verdipapirregister kan avslå å foreta en utstedelse av et finansielt instrument som det ikke er avgrenset mot i vedtektene. I utgangspunktet bør et verdipapirregister fritt kunne velge om det ønsker å inngå forretningsforbindelse med en utsteder eller ikke. Utgangspunktet etter norsk rett er kontraktsfrihet, herunder frihet til å nekte å inngå kontrakter. En naturlig konsekvens av at verdipapirregistrene skal drive i konkurranse med norske og utenlandske verdipapirregistre, er at de bør kunne drives på kommersielle vilkår og herunder velge sine egne kunder. I de svenske forarbeidene, jf. prp. 1997/98:160 side 107 ble det således nevnt at en følge av avviklingen av monopolen burde være at kontraheringsplikten ble avskaffet, ettersom denne ikke kan opprettholdes i et system med fri konkurranse. Det ble vurdert om prinsippene om fri tilgang og om nøytralitet burde legges til grunn. Ettersom disse prinsippene ikke gjelder ved børsnotering eller ved clearing av et finansielt instrument, ble dette imidlertid ikke fulgt opp. Dessuten ble dette ansett å være en hindring for etablering av konkurrerende verdipapirregistre, ettersom disse i en oppstartsfase kan ønske å drive registreringsvirksomhet i mindre skala. Konkurranselovgivningen inneholder for øvrig forbud mot å utnytte en dominerende stilling i det svenske markedet, og dette ble ansett å gi tilstrekkelig vern mot at VPC uberettiget vegrer å slutte avtale om registrering.

Utgangspunktet etter norsk rett om at den enkelte står fritt til å nekte å inngå en kontrakt gjelder ikke unntaksfritt. Det er i kontraktsretten antatt at det gjelder en viss kontraheringsplikt.

Det er imidlertid et spørsmål om kontraheringsplikten bør være absolutt når det gjelder registreringstjenester. En nektelse fra et verdipapirregisters side av å utstede et finansielt instrument vil kunne ha negative konsekvenser for en utsteder. Dette gjelder særlig fordi det er trolig at VPS i hvert fall i en periode får faktisk monopol. Utsteder vil i så tilfelle ikke ha alternative registreringsmuligheter. De samme hensynene som ble nevnt ved vurderingen av om et verdipapirregister skal ha plikt til å registrere alle typer finansielle instrumenter gjør seg gjeldende også her. Etter *utvalget*s syn er imidlertid

hensynene mot en kontraheringsplikt mindre tungtveiende her. Det kan imidlertid tenkes unntak, eksempelvis at det finansielle instrumentet som ønskes utstedt via registeret er så særpreget, selv om det i og for seg faller inn under de kategorier som verdipapirregisteret etter sine utfyllende regler skal registrere, at dette ikke er en heldig løsning.

I lys av dette har *utvalget* kommet til at det bør være en kontraheringsplikt for verdipapirregistrene, jf. lovforslaget § 2-2 annet ledd. Kontraheringsplikten bør dog ikke være absolutt. Det skal imidlertid svært mye til for at det anses å foreligge en saklig grunn for nektelse av å inngå forretningsforbindelse. Dette er dermed beregnet på de mer ekstraordinære situasjoner, særlig når det er snakk om å slette et finansielt instrument som allerede er utstedt via det aktuelle verdipapirregisteret. I det siste tilfellet vil særlig investorer og øvrige rettighetshavere i det finansielle instrumentet bli skadelidende. Et verdipapirregister vil derfor som hovedregel ikke kunne stryke et allerede utstedt ISIN fra sine registre. Imidlertid bør verdipapirregistrene ha adgang til å nekte å yte tjenester til utstederne, utover selve opprettholdelsen av utstedelsen, dersom de ikke betaler. Dette vil f.eks. gjelde uthenting av eieroversikter og gjennomføringen av selskapshendelser.

Utvalget nevner at en forretningsforbindelse som er betinget av uvanlig tyngende vilkår kan anses som en nektelse av forretningsforbindelse i strid med kontraheringsplikten, i likhet med det som følger av konkurranseloven § 3-10 tredje ledd.

17.6 Investors rett til å få opprettet en konto

17.6.1 Gjeldende rett

Etter gjeldende rett kan ikke en kontofører nekte å åpne en konto for en investor for registrering av finansielle instrumenter om vedkommende kontofører fører utstederkontoen for de aktuelle finansielle instrumentene, jf. vpsl. § 3-1 fjerde ledd. Dette er en absolutt kontraheringsplikt, jf. Ot.prp. nr. 83 (1984-85) side 36. I andre tilfeller kan en kontofører nekte å føre vedkommendes konto, men bare dersom det foreligger særlige grunner. Det er ikke gitt bestemmelser om VPS' kontraheringsplikt i forhold til investor. Dette ville heller ikke vært nødvendig, ettersom det er kontoførerne som skal være bindeleddet mellom den enkelte investor og VPS, jf. vpsl. § 3-1 første ledd tredje pkt. VPS vil derfor ikke være involvert ved åpningen av en konto i vpssystemet og vil heller ikke senere få henvendelser fra de enkelte investorer. Bestemmelser om kontraheringsplikt for VPS vil derfor med dagens system bare ha praktisk betydning for forholdet mellom VPS og kontoførerne.

17.6.2 Utenlandsk rett

17.6.2.1 Dansk rett

I Danmark plikter verdipapirregistrene å benytte kontoførere. Kontraheringsplikten er derfor pålagt kontoførerne. Det følger av registreringsforskriften § 19 at en kontofører utsteder plikter å føre konti for en investor for så vidt angår disse finansielle instrumentene.

17.6.2.2 Svensk rett

Etter tidligere rett pliktet Värdepappercentralen å ha et heleid datterselskap som drev kontoføring. Dette datterselskapet hadde kontraheringsplikt. Dette systemet har med den nye kontoføringslagen blitt erstattet med en absolutt kontraheringsplikt for verdipapirregisteret selv, slik at registeret har ansvaret for at investor kan få registrert sine finansielle instrumenter. Forutsetningene for kontraheringsplikten er at de finansielle instrumentene som investor har ervervet er registrert i det aktuelle verdipapirregisteret, og at det ikke finnes lovhjemmel for nektelse. Et verdipapirregister kan avtale med de tilsluttede kontoførerne at de skal plikte å inngå avtale om kontoføring med investorene.

17.6.3 Utvalgets vurdering

Utvalget anser det som viktig å sikre at investor kan få åpnet konto i et verdipapirregister ved erverv av finansielle instrumenter som er utstedt i det aktuelle verdipapirregisteret. En nektelse av å inngå forretningsforbindelse ville medføre at vedkommende investor ikke kan investere i finansielle instrumenter utstedt i det aktuelle verdipapirregisteret. *Utvalget* finner derfor at det bør være en absolutt plikt for verdipapirregistrene til å åpne konto for en investor eller en godkjent forvalter, jf. lovforslaget § 7-2 første ledd tredje pkt.

Verdipapirregistrene bør heller ikke kunne stenge en konto. Derimot må verdipapirregisteret kunne nekte å yte kontohaver tjenester, hvis vedkommende ikke betaler for seg. Denne løsningen vil tilgodese hensynet til rettighetshavere i de finansielle instrumentene registrert på kontoen, samtidig som den vil sette investor under press til å betale for registerets tjenester. Verdipapirregisteret kan også gå til tvangsinndrivelse av sitt krav.

17.7 De registreringsberettigede

17.7.1 Gjeldende rett

Vpsl. § 4-2 regulerer hvem som kan begjære foretatt registreringer. Det er i utgangspunktet den som etter registeret framstår som berettiget til å disponere over den aktuelle rettigheten, eller som godtgjør at rådigheten har gått over til ham ved rettighetshavers død, som har rådigheten over kontoen. Pantlover som avleder sin rett fra kontohaver kan kreve registrert avtalepant. Namsmyndighetene kan få registrert utlegg og midlertidig sikring. Disse kan registreres selv om saksøkte ikke er registrert som rettighetshaver til utleggsobjektet, dersom saksøkte likevel antas å være den reelle eier. Åpning av offentlig forhandling om tvangsakkord registreres på begjæring av gjeldsnemnda. Melding om konkursåpning skal registreres på begjæring fra bostyrer, ev. fra skifteretten. Også slike registreringer kan foretas på konti som ikke står i skyldnerens navn. Vergemålsretten kan få registrert umyndiggjørelser.

Begjæring om registrering kan skje ved fullmektig. Fullmakten må være gitt av den som er berettiget til å disponere over kontoen, ev. over den aktuelle rettigheten. Dette vil være et fullmaktsforhold som følger de avtalerettslige eller selskapsrettslige fullmaktsreglene. Fullmakten kan ev. registreres på den aktuelle kontoen, jf. vpsl. § 4-1. Det gjelder ingen spesielle formregler, slik at registrering av fullmakten ikke er et vilkår for at vedkommende kan disponere i henhold til den.

I utgangspunktet er det kun den kontofører som fører den aktuelle konto som kan foreta registreringer på kontoen og motta opplysninger om

innestående på den, jf. Ot.prp. nr. 83 (1984-85) side 61: «*Det vil i praksis ikke være mulig å disponere over en konto gjennom en annen kontofører, dersom det ikke er registrert fullmakter etter § 4-3*». Vpsl. § 4-3 åpner for registrering av fullmakter som gir verdipapirforetak og kontoførere en viss rett til å disponere over finansielle instrumenter på en konto de ikke selv fører, eventuelt rett til informasjon om innestående på den. En frigivelse vil gi vedkommende adgang til å foreta en enkeltstående overførsel av nærmere spesifiserte finansielle instrumenter registrert på den aktuelle investorkonto, mens en handelsfullmakt gir vedkommende adgang til å overdra verdipapirer fra kontoen i en ubestemt eller en bestemt tidsperiode. Handelsfullmakten vil gjelde hele kontoen. Det kan også registreres en spørrefullmakt som gir verdipapirforetaket eller kontoføreren rett til å motta opplysninger om innestående på den aktuelle kontoen.

17.7.2 Utenlandsk rett

17.7.2.1 Dansk rett

Det framgår av registreringsforskriften § 36 at en privat stiftet rett bare kan registreres dersom den kommer fra den berettigede etter registeret. Ved registrering av offentlige rettshandlinger slik som utlegg, dom etc., skal det framlegges en erklæring fra den relevante myndigheten, eller en av denne bekreftet utskrift fra dens bøker, jf. registreringsforskriften § 38. Registrering av offentlig skifte og konkurs skjer på grunnlag av en erklæring fra skifteretten eller en eksekutorbevilning, mens registrering av umyndiggjørelse og vergemål skjer på grunnlag av rettsavgjørelsen, jf. § 39. Ved privat skifte og uskiftet bo, registreres endringen i eierforholdet på grunnlag av skifteutskrift eller erklæring fra skifteretten, jf. § 40.

17.7.2.2 Svensk rett

Det er gitt svært detaljerte regler om krav til dokumentasjon av rettigheter når finansielle instrumenter det tidligere er utstedt fysiske dokumenter for, registreres i et svensk verdipapirregister, jf. kontoföringslagen 4. kap. §§ 6-10 og 12. Det er ikke direkte regulert i lag om kontoföring hvem som kan begjære registreringer i svenske verdipapirregistre, utover kontohaver. Dette følger imidlertid av annen lovgivning. Blant annet kan «kronofogdemyndigheten» begjære registrert «utmätning» (utlegg) etter utsökningsbalken (1981:774).

17.7.3 Utvalgets vurdering

Utvalget finner det klart at loven må inneholde regler om hvem som er berettiget til å anmelde registreringer og slettinger på konti i registeret. Detaljerte regler om dette er avgjørende for tilliten til registersystemet og for at registeret skal virke etter sin hensikt. Regler om hvem som er berettiget til å anmelde registreringer og slettinger, må suppleres av regler om erstatningsansvar for registeret for registreringer og slettinger som er skjedd i strid med reglene.

Når det gjelder innholdet i de foreslåtte regler om registreringsberettigede, viser *utvalget* til de spesielle bemerkninger til lovforslaget § 7-1.

17.8 Hindringer for korrekt registrering

17.8.1 Gjeldende rett

Etter gjeldende rett skal kontofører nekte registrering dersom grunnlaget for registreringskravet er utilstrekkelig, jf. vpsl. § 4-5. Dette tar sikte på både de situasjoner der grunnlaget for kravet ikke er tilstrekkelig dokumentert, og de tilfeller der det ikke er rettslig adgang til å foreta en registrering. Det kan her nevnes at konflikter angående registreringen av omtvistede krav ikke kan løses på samme måte som i tinglysningssystemet, der det i en del tilfeller kan registreres at rettigheten er omtvistet. Årsaken er at registrerte finansielle instrumenter ikke kan overdras i beheftet stand, jf. Ot.prp. nr. 83 (1984-85) side 49.

Dersom registrering nektes, skal grunnen til dette opplyses til den som fremsatte registreringskravet. Dersom feilen eller mangelen kan rettes, skal kontofører foreta en foreløpig registrering der nektelsen avmerkes. En anmerkning av registreringskrav etter denne bestemmelse vil ikke medføre båndleggelse av vedkommende konto, ettersom lovgiver anså båndleggelse på bakgrunn av et utilstrekkelig dokumentert/legitimert registreringskrav som et alvorlig inngrep overfor kontohaver. Båndleggelse er derfor bare mulig etter reglene om arrest eller ved vedtak av klagenemnden. Den som ev. nektes registrering kan derfor ikke hindre at registrerte fondsaktiver blir overført fra kontoen før den feil som førte til nektelsen er rettet, men vedkommende vil for eksempel få prioritet foran et utlegg tatt etter den foreløpige registreringen, jf. Ot.prp. nr. 83 (1984-85) side 62.

Samtidig med den foreløpige registreringen skal VPS sette en frist for å rette feilen eller mangelen. Ved rettelser innen denne fristen vil rettigheten få prioritet fra den foreløpige registreringen. I motsatt fall skal registreringen slettes. Registreringsnektelsen kan påklages til Verdipapirsentralens klagenemnd, jf. vpsl. § 4-5 annet ledd og § 6-1. Klagen får oppsettende virkning, slik at en eventuell foreløpig registrering ikke kan slettes. Klagenemnden kan for øvrig etter begjæring av klageren beslutte at klagen skal registreres på den konto klagen knytter seg til. Det framgår av forarbeidene, jf. Ot.prp. nr. 83 (1984-85) side 49 og 64, at en slik registrering vil innebære at kontoen båndlegges inntil klagen er avgjort. Det forutsettes i Ot.prp. nr. 83 (1984-85) side 64 at klagenemnden kan kreve at den som begjærer klagen registrert, stiller sikkerhet for et eventuelt ansvar dersom klagen ikke skulle føre fram.

17.8.2 Utenlandsk rett

17.8.2.1 Dansk rett

Dersom det er tvil om faktiske eller rettslige forhold av betydning for registreringen, eller noen gjør gjeldende overfor kontoføreren at den påtenkte registreringen vil krenke vedkommendes rettigheter, skal kontoføreren foreta en innrapportering til foreløpig registrering, jf. verdipapirhandelloven § 67. Etter registreringsforskriften § 45 skal kontoføreren deretter underrette verdipapirregisteret om den foreløpige registreringen. Det er så verdipapirregisteret som treffer beslutning om hvordan den endelige registreringen skal skje.

Dersom den som begjærer registrering ikke kan framlegge den nødvendige dokumentasjon for kontohaver eller det gis mangelfulle opplysninger, kan kontofører gi vedkommende en frist på inntil 14 dager på å skaffe den nødvendige dokumentasjon eller de manglende opplysninger, jf. registreringsforskriften § 44. Begjæringen om registreringen registreres i så tilfelle i verdipapirregisteret med anmerkning om at det er en foreløpig registrering og fristens lengde. På begjæring fra den som ba om registrering, kan kontofører for-

lenge fristen med inntil 14 dager. Dersom den nødvendige dokumentasjon eller de manglende opplysningene ikke fremskaffes innen fristens utløp, slettes registreringen.

17.8.2.2 Svensk rett

Registrering på en konto skal skje idet alle vilkår for endelig registrering er oppfylt, jf. kontoföringslagen 5. ([Link til](#)) kapittel 1 §. Ved ufullstendige anmeldelser der feilen kan rettes opp, skal anmelderen gis en frist på en uke til å komplettere anmeldelsen. Dersom dette ikke skjer, mister registreringen av anmeldelsen rettsvirkningene. Dersom feilen ikke kan rettes opp eller komplettering av anmeldelsen ikke skjer, skal registreringsbegjæringen avslås. Anmelderen skal gis skriftlig melding om beslutningen.

17.8.3 Utvalgets vurdering

Utvalget anser det viktig at man kan stole på opplysningene registrert i verdipapirregistrene, dvs. at verdipapirregistrene må ha en høy troverdighet. De registreringene som foretas i et verdipapirregister må så langt som mulig være korrekte, både med henblikk på hvilke opplysninger som registreres og på at det registrerte er rettslig holdbart. Dette forutsetter at den som begjærer registrering kan dokumentere at vedkommende er berettiget til dette, jf. § 7-1 i *utvalgets* forslag. I motsatt fall må registrering nektes. Dette må kontrolleres av verdipapirregisteret eller av de som eventuelt yter registreringstjenester på dets vegne.

Dersom anmeldelsen ikke er tilstrekkelig til å gi grunnlag for registrering, bør den avvises, med mindre mangelen kan rettes. Dersom mangelen kan avhjelpes, skal verdipapirregisteret sette en frist for dette. Avhjelpes mangelen innen fristen, regnes prioritet og rettsvern fra den opprinnelige anmeldelsen.

Dersom det er tvist om vilkårene for registrering er til stede, foreslår *utvalget* at registeret kan beslutte å utsette registreringen til tvisten er løst, jf. lovforslaget § 7-6. Det foreslås videre at registeret gis adgang til å sperre den aktuelle kontoen for registreringer som er i strid med den omtvistede registreringen. Dette vil sikre at rettighetshaveren etter den omtvistede rettigheten får sin rett dersom det viser seg at vilkårene for registreringsbegjæringen var til stede. Adgangen til å sperre kontoen bør imidlertid benyttes med forsiktighet, ettersom en sperring kan medføre betydelige ulemper for kontohaver. Bestemmelsen er nærmere kommentert i de spesielle merknadene til § 7-6.

I den grad det er tvist om vilkårene for registrering er tilstede, foreslår *utvalget* at verdipapirregistrene skal kunne kreve at den som begjærer registrering, ev. som ikke ønsker at en registrering foretas, stiller sikkerhet for det tap som eventuelt måtte følge av at kravet tas til følge, dersom det viser seg at dette ikke var berettiget. Det foreslås at verdipapirregistrene fastsetter sikkerhetens form og omfang i det enkelte tilfellet, jf. lovforslaget § 7-6 annet ledd.

De ovennevnte beslutningene fra verdipapirregisteret, eller ev. fra en institusjon som yter registreringstjenester på dets vegne, vil etter *utvalgets* forslag kunne påklages til en klagenemnd, jf. nærmere omtale i kapittel 21.

17.9 Retting av registrerte opplysninger

17.9.1 Gjeldende rett

Det er ikke gitt regler om VPS' adgang til å rette uriktige opplysninger. Derimot inneholder forarbeidene enkelte uttalelser som kan trekke i retning av at det er en vid adgang til å rette feil, jf. Ot.prp. nr. 83 (1984-85) side 50. Disse uttalelsene står i et kapittel som ellers omhandler klage. Det er imidlertid henvist til at *«dersom kontofører erkjenner feilen, enten ved at de selv oppdager den eller etter klage, kan den selv foreta rettelse uten å sende saken videre til klagenemnden»*. Dette indikerer at rettelse kan skje på eget initiativ. Reelle hensyn taler også i denne retning. Blant annet er det i forarbeidene henvist til at det er av stor betydning at registreringene er korrekte pga. de rettsvirkninger som er knyttet til dem. Det er forutsatt at den som feilaktig har fått overført aktiva til sin konto skal ha melding om rettelsen.

17.9.2 Utenlandsk rett

17.9.2.1 Dansk rett

Det er i værdipapirhandelloven § 74 fastsatt at dersom kontofører blir oppmerksom på feil i det registrerte, skal vedkommende anmode det aktuelle verdipapirregisteret om å endre registreringen. Før endringen foretas, skal den eller de berettigede etter registeret ha anledning til å uttale seg.

17.9.2.2 Svensk rett

Etter kontoföringslagen av finansielle instrumenter 5. [\(Link til\)](#) kap. 4 § skal en registrering rettes om den inneholder en åpenbar feil som følge av at den som har foretatt registreringen eller noen annen har gjort en skrivefeil, regnefeil eller lignende, eller det har vært en teknisk feil. Den hvis rett berøres skal gis mulighet til å uttale seg, hvis ikke rettelsen er til fordel for vedkommende, eller uttalelse ellers er åpenbart unødvendig.

17.9.3 Utvalgets vurdering

Det er vanlig at det i registre kan foretas retting av feil. Dette illustreres både ved de svenske og danske reglene, og ved tinglysningsloven § 18. Sistnevnte bestemmelse pålegger tinglysningsdommeren å rette feil vedkommende blir oppmerksom på. Også føreren av foretaksregisteret har etter foretaksregisterloven § 7-1 plikt til å rette feil i registeret. Det er også et viktig personvernrettslig krav at registrerte opplysninger er korrekte, jf. personregisterloven § 8. *Utvalget* legger stor vekt på at verdipapirregistrene har en høy troverdighet. En konsekvens av dette er at verdipapirregisteret bør rette feil i det som er registrert. Dette gjelder uavhengig av om feilen består i at finansielle instrumenter er innført på feil konto, at en registrering som skulle vært foretatt ikke har skjedd, eller at feil opplysninger av andre årsaker er registrert. *Utvalget* foreslår etter dette at registeret skal gjøre om en registrering dersom det finner at registreringen er uriktig, jf. lovforslaget § 7-6 tredje ledd.

Utvalget finner det viktig at de som er berørt av at feil rettes, så langt som mulig får underretning om rettingen. Dette er viktig både fordi vedkommende kan ha innrettet seg etter det som er registrert, og fordi vedkommende bør ha mulighet til å komme med innsigelser mot rettingen. *Utvalget* har vurdert om de berørte bør underrettes før rettingen foretas, i likhet med det som følger av dansk rett, eller om det holder at det gis melding i ettertid, f.eks. ved endringsmelding, slik det er tilfelle bl.a. etter finansavtaleloven § 33. *Utvalget* har ved denne vurderingen lagt vekt på at det kan ta noe tid å få underrettet de berørte og å få deres uttalelser til spørsmålet om retting. Det må anses uheldig om det

er feil i registrene over lengre tid. *Utvalget* har i lys av dette kommet til at det er tilstrekkelig at melding gis umiddelbart etter at rettingen er foretatt.

Utvalget har ikke funnet grunn til å fastsette krav om hvor sannsynlig det må være at det foreligger en feil for at verdipapirregisteret skal ha plikt til å rette den. Det foreslås derfor ingen regel om at det bare er åpenbare feil som skal rettes, slik det er etter svensk rett. Verdipapirregisteret kan etter *utvalgets* forslag bli erstatningsansvarlig for feil i registeret, jf. lovforslaget § 11-1. *Utvalget* legger til grunn at dette vil gi tilstrekkelig sikkerhet for at verdipapirregisteret følger forsvarlige rutiner i forbindelse med omgjøring.

17.10 Sletting av registrerte opplysninger

17.10.1 Gjeldende rett

Det er ikke gitt bestemmelser verken om VPS' rett til å slette opplysninger fra rettighetsregisteret eller om sentralens oppbevaringsplikt. Så lenge en konto eksisterer har imidlertid kontohaver og registrert rettighetshaver krav på å få en oversikt som viser beholdningen på en konto, og registrerte transaksjoner for en nærmere angitt forutgående periode, jf. vpsl. § 4-7 og registreringsforskriften § 7. Dette indikerer en vidtgående oppbevaringsplikt. VPS har valgt å ikke slette opplysninger fjernet fra rettighetsregisteret. Opplysningene er oppbevart på datakassetter.

Når det gjelder retten til en utsteder av et finansielt instrument til å få strøket eller endret registreringen, er det heller ingen direkte regulering av denne problemstillingen for vpsregistrerte finansielle instrumenter, slik som er tilfelle etter gjeldsbrevloven § 21 og vpfl. § 6-8 fjerde ledd. Dette har imidlertid blitt gjort i praksis, og det er innført rutiner i VPS for automatisk sletting av finansielle instrumenter som ikke lenger skal bestå.

17.10.2 Utenlandsk rett

17.10.2.1 Dansk rett

Verdipapirregistrene har etter værdipapirhandeloven § 75 adgang til å slette rettigheter som åpenbart har opphørt.

Det følger av annet ledd i bestemmelsen at et verdipapirregister, såfremt det på en konto er registrert rettigheter som må antas å ha mistet sin betydning, kan kunngjøre i det danske lysingsbladet, Statstidende, at mulige innehavere av de aktuelle rettighetene må ta kontakt innen tre måneder. De som etter registeret er berettiget skal gis særskilt underretning. Melder ingen seg innen fristen, kan rettighetene slettes. Det samme gjelder rettigheter som er over 20 år gamle og som sannsynligvis er opphørt, eller som det etter all sannsynlighet ikke finnes noen berettiget til.

Den danske tilsynsmyndigheten, Finanstilsynet, kan fastsette regler om sletting av rettigheter.

Det følger av registreringsforskriften § 7 at verdipapirregistrene har adgang til å slette finansielle instrumenter fra registrering når de i overensstemmelse med betingelsene for instrumentet er opphørt eller utløpt. Når obligasjoner uttrekkes eller forfaller, skal de slettes av verdipapirregisteret, jf. § 8. Sletting skal også skje der de finansielle instrumentene ikke lenger skal være registrert i verdipapirregisteret, enten etter ønske fra utsteder, eller fordi betingelsene for registrering ikke lenger oppfylles, jf. § 10.

17.10.2 Svensk rett

Det følger av lag om kontoföring 5. ([Link til](#)) kap. 5 § at verdipapirregisteret kan slette opplysninger som åpenbart er uten betydning.

Det er i 4. kap. 18 § bestemt at på investors konto skal det registreres utbetaling som gjøres blant annet ved innløsning av en aksje eller redusering av det nominelle beløp. Det skal dessuten så raskt som mulig anmerkes der en aksje uten tilbakebetaling er inndratt eller dens nominelle beløp er endret. Ved låneinstrumenter skal det på investorkonto anmerkes iverksatte utbetalinger av kapitalbeløp eller rente, jf. 4. ([Link til](#)) kap. 19 §. Det er imidlertid ikke gitt særlige bestemmelser om sletting av finansielle instrumenter som opphører å eksistere.

De slettede opplysningene skal oppbevares i minst 10 år.

17.10.3 Utvalgets vurdering

Utvalget har kommet til at det bør være adgang til å slette opplysninger fra registeret dersom de åpenbart er uten betydning, jf. lovforslaget § 7-7. For eksempel bør det være adgang for registeret til å slette tomme konti der innehaver er død. Det er som nevnt adgang til å slette opplysninger som åpenbart er uten betydning både i Sverige og i Danmark. Det er dessuten vanlig i annen norsk lovgivning om registre at det er adgang til å slette registrerte opplysninger. Blant annet kan foretak som registerføreren av foretaksregisteret har grunn til å tro at er opphørt, slettes, jf. foretaksregisterloven § 7-3. Tinglysningsloven inneholder dessuten i §§ 31-32b bestemmelser om sletting av registrerte heftelser.

Utvalget foreslår at utsteder av et finansielt instrument skal kunne kreve sletting av instrumentet dersom det godtgjøres at det finansielle instrumentet har opphørt å eksistere på grunn av innfrielse eller annet forhold, jf. lovforslaget § 7-1 tredje ledd. En slik regel er i samsvar med de prinsipper som har blitt fulgt i praksis, og som er lovfestet i gjeldsbrevloven § 21 og vpfl. § 6-8 fjerde ledd. Denne slettingen bør kunne gjøres uoppfordret av verdipapirregistrene dersom de forestår innfrielsen. I andre tilfeller skjer sletting etter krav fra utsteder.

Utvalget mener at verdipapirregisteret bør plikte å oppbevare opplysninger slettet fra registrene så lenge det kan tenkes å være et reelt behov for disse opplysningene. *Utvalget* nevner i denne henseende at VPS i flere tilfeller har fått forespørsler fra investorene om å få opplysninger om konti som ikke lenger eksisterer. Opplysningene vil også kunne ha betydning for etterforskning av straffbare handlinger og for statistiske formål. *Utvalget* antar at etter 10 år vil det ikke være et reelt behov for de aktuelle opplysningene. En 10-års grense, som foreslått i lovforslaget § 7-7 annet ledd, er også i samsvar med bl.a. børsl. § 4-6, vphl. § 2-2 tredje ledd og regnskapsloven § 2-2. Dessuten fastsetter asl. § 4-7 tredje ledd at et aksjeselskap skal oppbevare opplysninger om tidligere aksjeeiere i 10 år.

17.11 Informasjon til rettighetshaverne

17.11.1 Gjeldende rett

Reglene om informasjon til rettighetshavere følger av vpsl. §§ 4-6 og 4-7.

Kontoinnehaveren og eventuelle registrerte rettighetshavere har krav på endringsmeldinger som viser enhver endring som blir registrert på den aktu-

elle kontoen. Disse meldingene skal utferdiges av VPS. Dermed kan de følge med i alt som skjer med den konto rettighetene er knyttet til, herunder at rettigheter som er begjært registrert virkelig er blitt registrert. Kravet om at endringsmeldinger skal utferdiges fra VPS' registre, betyr ikke at det er et absolutt krav om at VPS selv skal stå for utsendelsen. Det vil imidlertid ikke være tilstrekkelig om en kontofører sender meldinger fra sine egne registre. Meldingene skal vise at registrering har skjedd i VPS, jf. Ot.prp. nr. 83 (84-85) side 62.

Det følger av registreringsforskriften § 5 tredje ledd at endringsmelding skal sendes senest den tredje virkedagen etter at endringen er foretatt. Det kan imidlertid avtales en annen ordning med rettighetshaver. Det følger av loven at det også kan avtales at endringsmeldinger ikke skal sendes. Dette kan f.eks. være praktisk der investor har en direkte tilknytning til VPS. Det framgår av Ot.prp. nr. 83 (1984-85) side 62 at basert på erfaringene fra den danske Værdipapircentralen ville man ikke i den norske vpsloven kreve at slik melding skulle sendes for hver endring. Det ble derfor åpnet for at registeret, uten eksplisitt avtale med rettighetshaver, kan sende ut samlemeldinger som viser alle foretatte endringer på én konto, eventuelt på flere, framfor å sende separate meldinger for hver enkelt endring. Det følger for øvrig av registreringsforskriften § 5 tredje ledd at en endringsmelding i mangel av annen avtale skal vise de endringer som er foretatt i løpet av én dag.

For verdipapirfond har det blitt lagt til grunn at det er verdipapirfondloven (vpfl.) § 6-3 som er avgjørende for plikten til å sende melding om at vedkommendes andelsrett i fondet er registrert. Plikten kan som hovedregel ikke innskrenkes ved avtale, i motsetning til det som gjelder etter vpsl. § 4-6. Plikten til å sende melding etter vpfl. § 6-3 pålegger forvaltningsselskapet for verdipapirfond. For verdipapirfond registrert i VPS er det VPS som foretar selve utsendelsen av endringsmeldinger ettersom det er VPS som fører andelseierregisteret. Det samme gjelder i praksis for aksjer, der VPS fører aksjeeierregisteret, jf. asal. § 4-9.

Det følger av vpsl. § 4-7 at kontohavere og øvrige registrerte rettighetshavere skal ha minst én periodisk beholdningsoversikt hvert år. Beholdningsoversiktene vil bare vise saldo pr. en bestemt dato, ikke transaksjoner. Det følger av registreringsforskriften § 6 at oversikten skal vise beholdningen pr. 31. desember. Det følger av registreringsforskriften at beholdningsoversikten skal sendes fra kontofører. Det er imidlertid VPS som av praktiske grunner sender ut beholdningsoversikten. Kravene til innholdet i beholdningsoversikten er fastsatt i registreringsforskriften § 6. Den skal bl.a. angi antallet finansielle instrumenter, spesifisert pr. ISIN. Beholdningsoversikten pr. 31. desember vil i praksis også oppfylle kravene stilt til VPS om utsendelse av kopi av opplysninger innberettet til skattemyndighetene, jf. ligningsloven § 6-17 tredje ledd.

Kontohaver og registrert rettighetshaver kan utover de meldingene vedkommende har krav på, når som helst kreve en beholdningsoversikt. Dessuten kan det kreves oversikter som viser beholdning på en konto og registrerte transaksjoner for en nærmere angitt forutgående periode, jf. vpsl. § 4-7 og registreringsforskriften § 7, jf. også Innst.O. nr. 51 (1999-2000) § 18. Krav på innsyn følger også av personregisterloven, lov av 9. juni 1978 nr. 48 § 7. Det gjelder ingen begrensninger på hvor ofte den berettigede kan kreve slike ekstra beholdnings- eller transaksjonsoversikter, og vedkommende trenger ikke begrunne kravet, jf. Ot.prp. nr. 83 (1984-85) side 62. Innholdet i disse oversiktene skal tilsvare innholdet i henholdsvis beholdningsoversikter og

endringsmeldinger, jf. registreringsforskriften § 7. Av samme bestemmelse følger at kostnadene ved å fremskaffe en slik oversikt skal dekkes av den som krever oversikten, med mindre oversikten må anses nødvendig for å påvise feil i det registrerte. Var oversikten nødvendig for å påvise feil, dekkes kostnadene av den som forårsaket feilen, dersom denne kan identifiseres, og ellers av VPS.

17.11.2 Utenlandsk rett

17.11.2.1 Dansk rett

Etter værdipapirhandelloven § 68 skal det gis melding om registreringen til den eller de berettigede etter verdipapirregisteret, og til anmelderen. Det skal også gis melding om eventuelle hindringer for registreringen. Ved endring eller sletting gis så vidt mulig melding til den berettigede etter registeret. Meldingen skal skje i overensstemmelse med verdipapirregisterets regler om dette. Disse reglene skal godkjennes av den danske tilsynsmyndigheten, Finanstilsynet. Meldingen skal gis av verdipapirregisteret, eller på dets vegne av det kontoførende instituttet etter avtale med verdipapirregisteret. Etter anmodning fra kontofører kan verdipapirregisteret beslutte at det ikke skal sendes meldinger om endringer i det registrerte, når rettighetshaveren tidligere har fått opplysningene. Som eksempel på mulige andre måter å gi rettighetshaver melding på, er det i forarbeidene, jf. Folketingstidende 1995-96 Tillæg A Bind II side 2020, nevnt at melding om avvikling av en verdipapirhandel kan unnlates fordi det er utstedt slutseddell. Den meldingen som sendes ut når en uttrukken obligasjon forfaller, inneholder heller ikke ny informasjon i forhold til den melding som ble gitt da obligasjonen ble trukket ut.

Den som har krav på å få melding om registreringer kan velge at meldingene skal gis periodisk, og kan også helt eller delvis frafalle retten til å motta meldinger om endringer. Det var etter den tidligere gjeldende værdipapircentrallov ikke adgang til å frafalle retten til endringsmelding. Dette ble ansett som negativt, ettersom denne regelen hindret at VP eller kontoførerne kunne etterkomme individuelle behov for forenkling eller reduksjon av omkostningene hos meldingsmottakerne, jf. Folketingstidende 1995-96 Tillæg A Bind II side 2019. Forarbeidene nevner at kontofører har plikt til å informere kontohaver om valgmuligheter mht. frafall av retten til endringsmeldinger og konsekvensene av frafall. For å sikre at kontohavers valgfrihet ikke gjøres illusorisk, fremhever forarbeidene at en kontofører ikke må betinge opprettelsen av en konto av at rettighetshaveren skal foreta visse valg, eller frafall av endringsmeldinger. Det må heller ikke pålegges gebyrer for meldinger som er så høye at de ikke er begrunnet i faktiske kostnader for kontoføreren, for dermed å forsøke å regulere kontohaverens valg.

I tillegg til endringsmeldinger har eiere og innehavere av begrensede rettigheter krav på periodiske kontoutskrifter, jf. værdipapirhandelloven § 76. Disse kan sendes ut av kontoførerne på rettighetsregisterets vegne. Finanstilsynet fastsetter nærmere regler om utferdigelsen av periodiske kontoutskrifter og deres innhold.

17.11.2.2 Svensk rett

Etter lag om kontoföring av finansiella instrument 8. kap. 1 § skal verdipapirregisteret hvert år før utgangen av januar gi kontohaver en oversikt over kontoens innhold pr. 31. desember foregående år. Dersom kontohaver begjærer det, skal oversikten også angi de forandringer på kontoen som har skjedd det

foregående året. Regjeringen kan gi forskrifter om plikt for verdipapirregistrene til å gi beskjed til kontohaverne også i andre tilfeller. Denne kompetansen kan delegeres til den svenske tilsynsmyndigheten, Finansinspektionen.

De som er registrert som eier eller rettighetshaver har for øvrig rett til å på begjæring få opplyst fra verdipapirregisteret hva som står på kontoen i den grad innholdet berører vedkommendes rett.

Det følger av bestemmelsen at verdipapirregistrene ikke kan ta betalt for kontooversiktene som de plikter å sende ut. Verdipapirregisteret har imidlertid rett til å kreve avgift for kontooversikter skrevet ut på begjæring fra kontohaver eller rettighetshaver.

Etter den tidligere aktiekontolagen hadde VPC plikt til å informere alle som var registrert som rettighetshavere på kontoen hver gang det skjedde en endring på kontoen, dersom denne endringen berørte deres rett. VPC pliktet også å sende ut en beholdningsoversikt én gang i året. Beholdningsoversikten skulle som hovedregel inneholde de forandringer som hadde skjedd i løpet av året. VPC pliktet dessuten på kontohavers begjæring å gi opplysning om innestående på kontoen. Det skjedde imidlertid en viss innskrenkning i VPCs opplysningsplikt i 1996. De viktigste endringene var at VPC i den årlige beholdningsoversikten bare pliktet å gi opplysninger om det siste årets transaksjoner dersom dette ble begjært, og at det ble mulig å samordne utsendelsene av endringsmeldinger slik at antallet meldinger om samme hendelse ble redusert.

Ved utarbeidelsen av den gjeldende loven fant lovgiver at det ikke nødvendigvis var behov for å sende ut melding om enhver endring i det registrerte. Det ble også nevnt at f.eks. internettløsninger kan gi kontohaverne tilgang på informasjon til enhver tid. Det ble derfor bestemt at nærmere regler om endringsmeldinger skulle fastsettes i forskrift, jf. prp. 1997/98:160 side 143, ettersom dette ville gi den smidigste løsningen. Dette gjelder både regler om når og hvor ofte meldingene skal gis, og om på hvilken måte de skal avgis.

17.11.3 Utvalgets vurdering

Utvalget mener at det i et dokumentløst system er viktig at kontohaveren og andre rettighetshavere har mulighet til å følge med på egne rettighetsposisjoner. Vedkommende må kunne få beskjed om at en registrering vedkommende har begjært har skjedd, og må også kunne følge med på at det ikke skjer urettmessige endringer med relevans for vedkommendes rett. *Utvalget* finner derfor at eiere og innehavere av begrensede rettigheter må ha anledning til å til enhver tid kreve utskrifter av registeret, i den grad dette ikke hindres av taushetsplikt, jf. pkt. 19.3.3.3. Retten til informasjon om opplysninger registrert om vedkommende rettighetshaver vil også følge av personregisterloven § 7, og av utkast til ny lov om personopplysninger, jf. Innst.O. nr. 51 (1999-2000) § 18 annet ledd bokstav a.

I lys av at registrering på en verdipapirkonto gir legitimasjon til å råde over det registrerte, og at overførslar av aksjer og verdipapirfond i praksis innebærer innskrivning i eierregisteret, finner *utvalget* at verdipapirregistrene i utgangspunktet bør ha plikt til å sende melding til kontohavere og andre registrerte rettighetshavere ved enhver endring i registeret som kan ha betydning for deres rettigheter, jf. lovforslaget § 7-8 første ledd, slik at de kan holde seg orientert om endringer i det registrerte og dermed også har mulighet til å oppdage eventuelle feil eller uregelmessigheter. Også andre som begjærer foretatt en registrering på den aktuelle kontoen bør ha krav på å få opplysninger om at det er skjedd en registrering. Dette er tilfellet etter dansk rett.

Eksempelvis bør bostyrer kunne få bekreftet at registrering av utlegg av konkurs har skjedd.

Det bør imidlertid, i likhet med det som følger av dansk rett, og også i stor grad av gjeldende rett, være en relativt vid adgang for den som har krav på melding til å frafalle denne retten helt eller delvis ved avtale. Dette kan eventuelt gjøres slik at endringsmeldinger sendes som samleoppgaver med på forhånd fastsatte tidsintervaller. Dette må særlig gjelde fordi slike meldinger virker kostnadsdrivende og kontohaver og rettighetshaverne bør ha mulighet til å redusere sine utgifter knyttet til verdipapirregistrering. *Utvalget* oppmerksom på at finansavtaleloven § 30 medfører en plikt for finansinstitusjoner til å sende ut kontoutskrift minst hver måned dersom det har vært bevegelse på kontoen, forutsatt at det dreier seg om en lønnskonto, driftskonto eller lignende brukskonto. Det vil kunne avtales unntak fra finansavtaleloven § 30, men bare utenfor forbrukerforhold. Regelen er av Banklovkommisjonen i NOU 1994:19 (side 140) begrunnet slik:

«For lønnskonto og driftskonto vil ikke målet med at kontohaveren skal kunne holde oversikt over egen økonomi og kunne kontrollere belastningene på kontoen oppfylles dersom kontoutskrift bare ble sendt én gang i året. <...> For andre kontoformer vil det ofte være praktisk at utskrift sendes hver tredje eller fjerde måned. Lovutkastet inneholder ingen regler om dette og overlater her til partene å avtale en ordning i det enkelte tilfelle.»

Utvalget finner det mer naturlig å trekke en parallell til en sparekonto enn til en brukskonto når det gjelder konti i verdipapirregisteret, og foreslår således avtalefrihet også i forbrukerforhold. En annen årsak til at *utvalget* ønsker en stor grad av fleksibilitet når det gjelder utsendelse av endringsmeldinger, er at det ser det som sannsynlig og ønskelig at det for framtiden vil være mulig også for de mindre investorene å innhente opplysninger om egen konto via internett eller en kontofonløsning. Muligheten til å hente opplysninger om egen konto direkte fra registeret eksisterer allerede, men bare for investorer i visse verdipapirfond, og for de større investorene som har direkte tilknytning til VPS med hjemmel i vpsl. § 3-5.

Utvalget foreslår etter dette at et verdipapirregister skal sende melding til kontohaver og andre registrerte rettighetshavere ved enhver endring i registeret som kan ha betydning for deres rettigheter, jf. lovutkastet § 7-8 første ledd.

Det har i forvaltningspraksis blitt lagt til grunn at verdipapirfondloven § 6-3 om forvaltningsselskapets plikt til å gi andelseierne skriftlig bekreftelse på at deres andelsrett i fondet er registrert, går foran vpsl. § 4-6. I utgangspunktet har derfor ikke innehaver av verdipapirfondsandeler mulighet til å avtale at endringsmeldinger ikke skal sendes ut hver gang det skjer en tegning. Det er gjort visse unntak der det gjelder hyppige tegninger for små summer. Plikt til utsendelser av endringsmeldinger ved hver ny tegning bidrar til å fordyre avtaler om tegning av verdipapirfondsandeler ved på forhånd fastsatte tidspunkter. *Utvalget* viser til at det foreligger et forslag fra Kredittilsynet om å åpne for at det skal kunne gis periodiske bekreftelser som angir de endringer i andelseiers beholdning som har funnet sted siden forrige rapportering. Utkastet har vært på høring og er nå til behandling i Finansdepartementet. *Utvalget* anser det på denne bakgrunn ikke naturlig på det nåværende tidspunktet å vurdere rapporteringsplikten.

Etter *utvalgets* mening vil den beste løsningen være at verdipapirregistrene i sine egne regler fastsetter nærmere bestemmelser om endringsmeldinger, jf. lovutkastet § 7-8 annet ledd. Denne løsningen åpner for individuelle forskjeller mellom registrene og vil gi den mest smidige løsningen. Typiske bestemmelser i disse reglene er på hvilken måte endringsmeldingene sendes ut, det vil si om de skal sendes med brev, faks eller e-post. Det bør også reguleres hvor lang tidsfrist som skal settes fra en endring er foretatt og til meldingen skal sendes ut. Det er også naturlig å regulere meldingenes form og innhold.

Verdipapirregistrene bør kunne kreve vederlag for utlevering av informasjon, herunder for meldinger om endringer. Dette kan for eksempel gjøres ved at vederlaget inkluderes i transaksjonsprisen eller ved at det kreves separat vederlag for endringsmeldingene. *Utvalget* ser det prinsipielt uheldige i at enkelte investorer av økonomiske grunner frasier seg denne kontrollmuligheten dersom de ikke har mulighet til å kontrollere hva som skjer med kontoen på annen måte enn ved beholdningsoversikten. *Utvalget* ser det likevel som mer rimelig at kostnadene ved utsendelsen av endringsmeldinger bæres av den som ønsker slike meldinger enn at de bæres av investorfellesskapet. Dette gjelder særlig fordi endringsmeldingene er en direkte konsekvens av den enkeltes bruk av verdipapirregisteret. Adgangen til å kreve separat vederlag for endringsmeldinger gjør det også mulig å differensiere kostnadene for investorene etter hvilken utsendelsesmåte de foretrekker. For eksempel må det legges til grunn at utsendelse via e-post blir betydelig rimeligere enn utsendelse pr. brev. Dette vil i en del tilfeller kunne være i uoverensstemmelse med personregisterloven, og også med reglene foreslått i proposisjonen om ny lov om personopplysninger, jf. Innst.O. nr. 51 (1999-2000) § 17, som fastslår at den behandlingsansvarlige ikke kan kreve vederlag for å gi informasjon om blant annet hva som er registrert om den som etterspør informasjon, forutsatt at vedkommende er en fysisk person. *Utvalget* foreslår derfor at det gis en egen bestemmelse om at verdipapirregistrene kan kreve vederlag for utlevering av opplysninger, herunder ved endringsmeldinger, jf. lovforslaget § 10-3. *Utvalget* nevner at det ikke må kreves urimelig vederlag for å få informasjon om det som er registrert om den som begjærer opplysninger, jf. EU-direktivet om personvern (95/46/EF) art. 12.

Utvalget legger til grunn at kontohaverne og øvrige registrerte rettighetshavere har behov for en årlig beholdningsoversikt for å få oversikt over formuen. En plikt til å sende slike beholdningsoversikter følger av lovforslaget § 7-9. De nærmere reglene om beholdningsoversikter bør fastsettes i regler gitt av det enkelte verdipapirregister. *Utvalget* nevner at det bl.a. kan være naturlig å regulere tidspunktet for utsendelsen av beholdningsoversiktene og deres innhold og form. *Utvalget* finner at det bør kunne kreves separat vederlag også for den årlige beholdningsoversikten, men antar at dette i praksis vil beregnes som en del av et eventuelt kontoholdsgebyr. Beholdningsoversikter bør fortsatt kunne sendes ut som årsoppgaver. I så tilfelle vil det gjelde bestemte krav til innhold og tidspunkt for utsendelse, jf. ligningsloven § 6-17 nr. 3, som pålegger Verdipapirsentralen å gi skattyter kopi av de oppgaver den sender ligningsmyndighetene etter samme lovs § 6-5.

Kapittel 18

Rettsvern og negotiabilitet

18.1 Gjeldende rett

18.1.1 Innledning

VPS' rettighetsregister har flere funksjoner:

(1) Registeret er for det første et *rettsvernsregister*. Registrering av rettsstiftelser i VPS kan gi rettsvern mot konkurrerende rettsstiftelser. Uttrykket «rettsvern» brukes først og fremst om erververens beskyttelse mot avhenderens kreditorer. At en kjøper av f.eks. aksjer har fått rettsvern, betyr at selgerens konkursbo ikke kan beslaglegge aksjene, og at selgerens kreditorer heller ikke kan ta utlegg i dem til fortrenghet for kjøperens rett. På samme måte innebærer rettsvern for en pantaver at pantet har prioritet foran konkursbeslag og foran utlegg i aksjen. Det er for øvrig ikke bare frivillige rettsstiftelser som kan få rettsvern. En utleggstaker kan på samme måte oppnå rettsvern mot andre utlegg i samme finansielle instrument og mot konkursbeslag.

Uttrykket «rettsvern» brukes til dels også om beskyttelse av en rettighet (fullt erverv eller begrenset rettighet) mot (andre) frivillig stiftede rettigheter i samme formuesgode. En kjøper eller en pantaver mv. kan få rettsvern mot (andre) kjøpere eller pantavere mv., i den forstand at førstnevnte kjøpers/pantavers rett har best prioritet. På samme måte kan et utlegg oppnå rettsvern mot frivillig stiftede rettigheter som kjøp, pant osv.

De forskjellige former for rettsvern som er nevnt ovenfor, oppnås altså ved registrering i VPS. Reglene om rettsvern finnes i §§ 5-1, 5-2 og 5-3. De har noe ulikt innhold, avhengig av hvilken rett som skal beskyttes og hva retten skal beskyttes mot. En nærmere redegjørelse for disse reglene gis nedenfor under 18.1.2.

(2) Registeret har for det andre en funksjon som grunnlag for *negotiabilitetsvirkninger*. Negotiabilitet betyr i denne sammenheng at rettigheter kan skapes og slettes gjennom disposisjoner knyttet til registerets innhold, uavhengig av om dette innholdet stemmer med de virkelige rettsforhold. Erverv av rettighet fra den som er oppført som berettiget i registeret, kan påberopes av erververen selv om det i virkeligheten var en annen som var berettiget, helt eller delvis. Dette gjelder erverv av såvel fulle rettigheter (eieomsrett til aksjer, kreditorposisjon til obligasjoner mv.), som begrensede rettigheter (f.eks. panterett). Rettighetserverv på bekostning av den som egentlig er berettiget, kalles gjerne for *ekstinktivt* (utslukkende) erverv, idet den tidligere rettigheten slukkes ut helt eller delvis som følge av ervervet. Det er knyttet en del vilkår til muligheten for ekstinktivt erverv av denne typen. Vilkårene gjelder både ervervets art (f.eks. vil ikke utlegg og annet kreditorbeslag virke «ekstinktivt» i denne forstand), og til omstendighetene omkring ervervet (f.eks. må erververen være i god tro om at registerets innhold er korrekt). På samme måten kan erverv av rettighet gi grunnlag for ekstinksjon av innsigelser som utstederen av vedkommende finansielle instrument har, men som ikke er kommet til uttrykk i registeret. Dessuten kan utst-

ederen foreta utbetalinger med frigjørende virkning i henhold til registerets opplysning om hvem som er rettighetshaver, selv om registeret viser seg ikke å stemme med de virkelige rettsforhold.

Regler om registerets negotiabilitetsfunksjon finnes i §§ 5-1, 5-2, 5-4, 5-5 og 5-6. Som man ser, regulerer noen av paragrafene både rettsvern og negotiabilitet. En nærmere redegjørelse for rettighetsregisterets negotiabilitetsfunksjon gis nedenfor under 18.1.3.

(3) Registeret har for det tredje en viktig funksjon ved at registrering i registeret gir uttrykk for *oppfyllelse (gjennomføring) av avtaler* om rettigheter til eller i finansielle instrumenter. I et dokumentløst system vil oppfyllelse av avtaler om rettigheter til finansielle instrumenter ikke ha annet ytre uttrykk enn at transaksjonen registreres i registeret. Det kan riktignok finnes dokumenter knyttet til selve avtaleslutningen, f.eks. sluttseddel ved kjøp av aksjer. Men avtalen gjennomføres (oppfylles) ved at transaksjonen registreres i registeret, som dermed oppdateres og deretter gir uttrykk for de nye rettsforholdene.

Registerets funksjon ved oppfyllelse av avtaler om finansielle instrumenter er på sett og vis dets viktigste funksjon i praksis. Mens spørsmål om rettsvern og ekstinksjon oppstår forholdsvis sjelden, vil registerets oppfyllelsesfunksjon gjøre seg gjeldende ved enhver overføring av rett til vpsregistrerte finansielle instrumenter.

Oppfyllelsesfunksjonen viser seg tydeligst ved kjøp og salg av finansielle instrumenter og ved annen overgang av fulle rettigheter (ved arv eller gave). Det er ikke like naturlig å betegne registrering av begrensede rettigheter som oppfyllelse av en tidligere inngått avtale. Registrering av panterettigheter har neppe noen annen funksjon enn å gi rettsvern eller å danne grunnlag for negotiabilitetsvirkninger. For utleggspant og andre tvungne rettsstiftelser, har registreringen utelukkende en rettsvernsfunksjon.

(4) Registeret har også andre funksjoner. En viktig funksjon er å danne grunnlaget for aksjeeierregisteret, jf. asal. § 4-4 og asl. § 4-4. Denne, og en del andre funksjoner, må regnes som tilleggsfunksjoner i forhold til de kjernefunksjoner som var den umiddelbare bakgrunnen for at VPS i sin tid ble opprettet. En del eksempler på tilleggsvirksomhet som drives av VPS, og som til dels drives med utgangspunkt i selve rettighetsregisteret, er gitt i kapittel 13. Slike tilleggsfunksjoner behandles ikke nærmere i dette kapitlet.

18.1.2 Rettsvern

Rettsvern oppnås ved registrering i VPS, jf. §§ 5-1, 5-2 og 5-3. Hovedregelen i § 5-1 er at en registrert rettighet er beskyttet mot rettigheter som ikke er registrert, eller som registreres senere enn den førstnevnte rettigheten. Det avgjørende tidspunktet for prioriteten mellom konkurrerende rettigheter, er ifølge § 5-1 annet ledd første punktum, når de forskjellige rettighetene føres inn i daglig journal i VPS. Dette utgangspunktet fravikes dersom en eller flere av rettighetene er utlegg eller arrest, idet slike rettigheter går foran andre rettigheter som er innført i daglig journal tidligere samme dag. Det innbyrdes forhold mellom to eller flere utlegg som er innført samme dag, bestemmes av tidspunktet for utleggsforretningene.

I § 5-2 finnes regler som gjør unntak fra § 5-1. Det gjelder ifølge § 5-2 bokstav a for det første dersom et frivillig rettserverv (erverv som «bygger på avtale eller annet grunnlag som for erververen fremtrer som avtalelignende») føres inn i daglig journal før en tidligere stiftet rett, og erververen «da hans rett ble anmeldt til kontoføreren, kjente eller burde ha kjent til den eldre rett». I

så fall går den tidligst stiftede rettigheten foran den som stiftes senere, selv om sistnevnte føres inn i daglig journal først. Denne regelen innebærer f.eks. at et kjøp av aksjer får prioritet foran et senere kjøp av de samme aksjer, selv om sistnevnte kjøp føres først inn i daglig journal. Forutsetningen er altså at siste kjøper var, eller burde ha vært, kjent med det første kjøpet da han meldte sitt erverv til kontoføreren.

For det andre har § 5-2 bokstav b et unntak fra prioritetsregelen i § 5-1 dersom det ervervet som først føres inn i daglig journal er skjedd ved arv. En arving må stå tilbake for et tidligere rettserverv, selv om arvingens erverv føres først inn i daglig journal. Dette gjelder selv om arvingen var i god tro mht. det tidligere rettservervet.

I § 5-3 reguleres rettsvern mot avhenderens (pantsetterens) konkurs. Regelen gjelder rettsvern for frivillig stiftede rettigheter som kjøp, gave og frivillig pant mv. Rettsvern er ifølge denne bestemmelsen betinget av at ervervet er registrert senest dagen før konkursen ble registrert. Selv om en rettighet er registrert, kan erververen altså ikke være sikker på å ha rettsvern før dagen er omme. Dersom det registreres konkurs hos avhenderen (pantsetteren) senere samme dag, går konkursboets beslagsrett foran den registrerte rettigheten.

Det avgjørende etter § 5-3 er når hhv. rettigheten og konkursen ble registrert. Dette er ikke det samme tidspunktet som innføringen i daglig journal. Registreringen av rettigheten skjer på et senere tidspunkt i prosessen. Det er imidlertid ikke helt klart hva som ligger i kriteriet «registrert». Ifølge § 5-1 siste ledd kan Kongen fastsette i forskrift når en rettighet skal regnes som registrert. Slik forskrift er ikke gitt.

18.1.3 Negotiabilitet

Som nevnt ovenfor under 18.1.1, gir regler om negotiabilitet grunnlag for ekstinksjon av rettigheter og innsigelser. Slike regler kalles derfor gjerne også for *ekstinksjonsregler*. Et annet ord er *legitimasjonsregler*, som betegner at negotiabilitetsvirkningen er knyttet til den tilsynelatende rett («legitimasjon») som fremgår av de ytre omstendigheter. I vpsloven er denne tilsynelatende retten («legitimasjonen») knyttet til registerets innhold, i hvert fall ifølge § 5-4. En legitimasjonsregel knyttet til registerets innhold er imidlertid ikke helt treffende for handel med finansielle instrumenter, se nedenfor under 18.3.3.3.

Den første negotiabilitetsregelen møter vi i § 5-1 (som også inneholder regler om rettsvern, jf. ovenfor under 18.1.2), supplert av vilkåret om god tro i § 5-2. En tidligere stiftet rett må, under visse forutsetninger, stå tilbake for en senere stiftet rett. Når X som registrert innehaver av f.eks. en aksjepost har solgt denne til kjøper A, har han ikke rett til å selge samme aksjepost til kjøper B. Men siden X vil fortsette å være registrert som innehaver av aksjeposten inntil den er registrert på A, vil han ha mulighet for å selge den på ny. Dersom B kjøper aksjeposten i god tro, vil hans erverv gå foran As erverv. Forutsetningen for dette er etter loven at Bs erverv føres inn i daglig journal før As erverv føres inn.

At X fortsatt er legitimert ved å stå oppført i registeret som rettighetshaver, er ikke etter lovens ordlyd et vilkår for at B skal kunne ek스팅vere As tidligere stiftede rett. Men B vil ikke kunne få registrert sin rett uten at den avledes fra X som registrert rettighetshaver.

Den negotiabilitetsregelen som fremgår av §§ 5-1 og 5-2, er ikke uten videre meningsfylt. Dette skyldes bl. a. at kjøp og salg av aksjer og andre finansielle instrumenter sjelden vil være knyttet til bestemte eksemplarer av det

finansielle instrumentet. Kjøpet (og salget) vil som regel gjelde en viss mengde av en nærmere angitt aksje eller av en annen type finansielt instrument (såkalt *genuskontrakt*). Det er derfor ikke treffende å se det slik at det er samme «aksjepost» e.l. som er solgt to ganger. Det dreier seg om to salg-savtaler, og selgeren vil oftest lykkes med å oppfylle dem begge, selv om han i utgangspunktet ikke disponerer den nødvendige samlede mengde av vedkommende finansielle instrument. Oppfyllelse kan skje ved at selgeren anskaffer den resterende mengde før oppfyllelse av salgssavtalene skal finne sted.

Den neste negotiabilitetsregelen finner vi i § 5-4. Erverv av rettighet fra den som er oppført i registeret som berettiget, er beskyttet mot innsigelser og krav fra den som mener å være den egentlig berettigede. Hvis A er oppført i registeret som eier av aksjer, og A selger aksjene til B, kan ikke tredjemann X påberope overfor B at det egentlig var han (X) som var eier av aksjene. Dette gjelder uansett grunnen til at A uriktig sto oppført som eier. Det kan f.eks. være at X har latt A stå som pro forma eier, eller det kan være at A tidligere har kjøpt aksjene av X, men at denne kjøpsavtalen er ugyldig. Uansett grunnlaget for Xs påstand om å være rett eier, vil B ekstingvere Xs eiendomsrett. Forutsetningen er imidlertid at B kjøpte aksjene i god tro om As rett, og at B har registrert sin rett i registeret.

De to negotiabilitetsreglene i §§ 5-1, 5-2 og § 5-4 kalles begge for regler om *overføringslegitimasjon*. Den som er oppført i registrert som rettighetshaver, har «legitimasjon» til å overføre rett til andre, selv om vedkommende selv egentlig ikke har noen slik rett som registeret viser (som nevnt ovenfor, er legitimasjon etter registerets innhold strengt tatt ikke et lovbestemt vilkår for ekstinksjon etter § 5-1). Det regnes som viktig i et velfungerende verdipapirmarked at transaksjoner kan gjennomføres i henhold til registerets innhold, uten at det i ettertid kan gjøres innsigelser mot transaksjonen fra den som mener å være den virkelige innehaver av rettigheten.

Negotiabilitetsreglene i §§ 5-1 og 5-4 kan påberopes ikke bare av den som erverver full eier- eller kreditorrettighet, men også av den som erverver panterett eller annen begrenset rettighet.

Den tredje negotiabilitetsregelen står i § 5-5. Denne regelen gjelder bare for obligasjoner. Regelen regulerer forholdet mellom utstederen av obligasjonen (debitor) og den som erverver kreditorrett eller begrenset rettighet (panterett) til eller i obligasjonen. Utstederen kan ikke gjøre gjeldende overfor ny kreditor eller panthaver at registerets innhold ikke stemmer med de virkelige rettsforholdene. Erververen (panthaveren) får altså slik rett overfor utstederen som han kan regne med etter registerets innhold. Forutsetningen er, som vanlig, at han er i god tro om riktigheten av de opplysninger som fremgår av registrerte opplysninger. Dessuten er det bestemt at «utstederen» i alle tilfelle kan gjøre gjeldende at «utstedelse» er skjedd ved falsk eller forfalskning, uten nødvendig fullmakt eller ved grov tvang. Eksempler på innsigelser som utstederen ikke kan gjøre gjeldende overfor erververen, kan være at det er foretatt en ekstraordinær nedbetaling (dvs. nedbetaling utenom de registrerte terminer), eller at lånebeløpet ikke er innbetalt til låntakeren (utstederen).

Negotiabilitetsregelen i § 5-5 betegnes gjerne med uttrykket *kreativ legitimasjon*. Ved ervervet skapes det plikter for utstederen i henhold til registerets innhold, selv om disse plikter ikke eksisterte på forhånd.

Den siste negotiabilitetsregelen finner vi i § 5-6. Skyldneren kan betale med frigjørende virkning til den som er registrert rettighetshaver på forfallsdagen. Skyldneren (utsteder av en obligasjon eller aksje mv.) plikter ikke å betale på ny, selv om det skulle vise seg at registerets innhold ikke var i sams-

var med de virkelige rettsforholdene. Også her er forutsetningen at skyldneren var i god tro mht. riktigheten av registerets innhold. Regelen i § 5-6 kalles gjerne en regel om *kvitteringslegitimasjon*. Den som er registrert som rettighetshaver, er legitimert til å kvittere for utbetaling med frigjørende virkning for skyldneren.

18.1.4 Oppfyllelse (gjennomføring) av transaksjoner

Registerets oppfyllelsesfunksjon er ikke uttrykkelig regulert i loven. Det følger imidlertid av §§ 5-1 og 5-2 at det gjelder en bestemt prioritetsrekkefølge for transaksjoner som kommer i strid med hverandre. Når § 5-1 bestemmer at rekkefølgen for innføring i daglig journal er avgjørende for prioriteten mellom innbyrdes uforenlige rettigheter, synes den naturlige konsekvensen å være at VPS skal gjennomføre selve registreringen av transaksjonene i samme prioritetsrekkefølge. Men dette er ikke helt opplagt. Regelen i § 5-1 første ledd gjelder «rettigheter i et registrert fondsaktivum». Det er naturlig å forstå resten av § 5-1 på samme måte. To transaksjoner vil imidlertid sjelden gjelde det samme individuelle fondsaktivum (finansielle instrument), jf. ovenfor under 18.1.3. Det kan derfor hevdes at loven ikke inneholder noen regel om prioritering mellom f.eks. flere salgssavtaler som ikke alle kan oppfylles pga. manglende dekning. Det kan dessuten pekes på at VPS ikke har noen reell mulighet til å praktisere unntaksregelen i § 5-2 om at eldre rettigheter i visse tilfeller går foran yngre selv om det yngste er innført først i daglig journal. Også dette tilsier at §§ 5-1 og 5-2 ikke er regler om prioritet for gjennomføring av transaksjoner ved manglende dekning. Etter en slik forståelse av regelverket vil §§ 5-1 og 5-2 gjelde ved etterfølgende tvist om prioritet mellom rettigheter, men ikke ved den daglige prioritering av transaksjoner i VPS.

18.2 Utenlandsk rett

18.2.1 Dansk rett

I Danmark oppnås beskyttelse for rettigheter til registrerte finansielle instrumenter overfor konkurrerende avtaleerververe og avhenders kreditorer ved registreringen i et verdipapirregister, jf. verdipapirhandeloven § 66. For at et avtaleerverv eller en kreditorforfølgning skal kunne fortrenge en uregistrert rettighet, må denne selv være registrert.

Rettsvirkningene av registreringen inntreffer på tidspunktet for påbegynnelsen av den endelige prøvelsen, det vil si den endelige kontrollen av at det ikke er hindringer for registreringen av den aktuelle rettigheten (dekningsskontrollen). Det enkelte verdipapirregister fastsetter tidspunkter for når dekningskontrollene skal påbegynnes ved bl.a. nettooppgjør av handelstransaksjoner, jf. registreringsforskriften (forskrift nr. 925 av 17/10 1996) § 27, og det er disse tidspunktene som blir avgjørende for når rettsvern oppnås.

Det er gjort unntak fra regelen om at registrerte rettigheter er beskyttet mot konkurrerende rettsstiftelser i de tilfeller der avtaleerverver ikke er i akt-som god tro ved anmeldelsen til kontofører. Dessuten er det gjort et unntak for arv. Den danske regelen ligner dermed vpsl. § 5-2.

Verdipapircentralen samler under gjennomføringen av et oppgjør opp alle inntkomne transaksjoner i et register tilsvarende daglig journal. Etter at oppgjøret er over, registreres disse transaksjonene fortløpende, slik at de først inntkomne transaksjonene registreres først. Dette gjelder ikke for handel-

stransaksjoner. Disse får rettsvern først ved neste oppgjør, det vil si på tidspunktet fastsatt for påbegynnelsen av den endelige prøvelsen. Konsekvensene av dette systemet er at dersom det skal registreres inn begrensede rettigheter i finansielle instrumenter som skal overføres i et oppgjør, vil det være avgjørende for rettighetenes rettsvern om de kommer inn til Værdipapircentralen før eller etter tidspunktet som er fastsatt for påbegynnelsen av dekningskontrollen for det aktuelle oppgjøret. Kommer de inn før tidspunktet for dekningskontrollens begynnelse, vil den begrensede rettigheten sperre for at de aktuelle finansielle instrumentene inngår i oppgjøret. Dersom de kommer inn etter tidspunktet for påbegynnelsen av dekningsrollen, må de derimot stå tilbake for transaksjoner som inngikk i oppgjøret.

Hjemmelsmannen taper de fleste innsigelsene overfor godtroende erverver, jf. værdipapirhandelloven § 69, men beholder innsigelsene om at den rettsstiftende avtalen er ugyldig som følge av falsk eller grov tvang.

Det henvises i værdipapirhandelloven § 70 til lov om gældsbreve §§ 15 til 18 når det gjelder hvilke innsigelser utsteder av låneinstrumenter beholder overfor godtroende erverver. Dette gjelder også utstедers motregningsadgang og innsigelser om at det er foretatt utbetalinger på det finansielle instrumentet. Registreringen i verdipapirregisteret trer i stedet for ihendehavelsen av gjeldsbrevet. Gjeldsbrevloven ble til gjennom et nordisk samarbeide, slik at rettsreglene i hovedsak er identiske i Norge og Danmark.

18.2.2 Svensk rett

I Sverige, jf. kontoføringslagen, oppnår erverver vern overfor konkurrerende rettsstiftelser og kreditorbeslag fra tidspunktet for registreringen av anmeldelsen av overdragelsen på avhenders konto, jf. 6. [\(Link til\)](#) kap. 2 og 3 §§. Forutsetningen for at dette rettsvernet får noen realitet, er at endelig registrering på konto kan skje. Dette forutsetter at selger har tilstrekkelig mengde av de finansielle instrumentene innestående til å oppfylle salgssavtalen. Dette klarlegges ved dekningskontrollen, som foretas på et noe senere tidspunkt. Da låses de finansielle instrumentene på selgers konto i påvente av levering til kjøper. Ved at instrumentene låses, er de i perioden mellom låsing og leveringen satt ut av sirkulasjon, ved at selger ikke har anledning til å overføre dem til andre. Som i Norge er fullt rettsvern betinget av at kjøpende megler betaler selgende megler kjøpesummen. Først da kan de finansielle instrumentene overføres fra selgers konto til kjøpers. Ytelse-motytelse-prinsippet blir dermed oppfylt.

I 6. [\(Link til\)](#) kap. 3 § i kontoføringslagen gjøres det unntak fra de ovennevnte regler i de tilfeller der erververen eller panthaveren ikke var i aktsom god tro ved registreringen av anmeldelsen av ervervet. Godtroende arving og andre som har mottatt de finansielle instrumentene på skifte, vil heller ikke ek스팅vere.

Den svenske reguleringen av hjemmelskonflikter er lik den norske.

Det henvises til 6. [\(Link til\)](#) kap. 5 § til 15 til 18 §§ i lagen om skuldebrev når det gjelder hvilke innsigelser utsteder av låneinstrumenter beholder overfor godtroende erverver. Dette gjelder også debtors motregningsadgang og innsigelser om at det er foretatt utbetalinger på gjeldsbrevet. Registrering i verdipapirregisteret trer i stedet for besittelse eller anmerkning på gjeldsbrevet. Gjeldsbrevloven ble til gjennom et nordisk samarbeide, slik at rettsreglene i hovedsak er identiske i Norge og Sverige.

18.3 Utvalgets alminnelige synspunkter

18.3.1 Innledning

18.3.1.1 Behovet for endringer

Det er behov for enkelte endringer og presiseringer av de gjeldende regler om rettsvern, negotiabilitet og gjennomføring av transaksjoner. Som nevnt ovenfor under 18.1.2, er det idag ikke klart hva som skal til for at en rettighet skal anses registrert, særlig i forhold til § 5-3 om rettsvern mot konkurs. Det er heller ikke helt klart om loven inneholder regler om prioritering ved oppfyllelse (dvs. registrering i registeret), eller hvordan disse reglene eventuelt skal forstås og praktiseres. Til dette kommer at det kan stilles spørsmål ved hensiktsmessigheten av regelen i § 5-3 om at rettsvern mot konkurs er betinget av at rettigheten er registrert dagen før registreringen av konkursen (se nærmere nedenfor under 18.3.2.2 om denne regelen, herunder om forholdet til det såkalte *oppgjørskravet*). Endelig kan det nevnes at bestemmelsen i § 5-5 har en noe mangelfull formulering, ved at et alminnelig vilkår for ekstinktivt erverv - at erververen har registrert sin rett - ikke er inkludert i lovteksten.

En ny lov om registrering av finansielle instrumenter bør etter *utvalgets* syn inneholde regler om rettsvern, negotiabilitet og gjennomføring av transaksjoner vedrørende finansielle instrumenter. Såvel reglene om rettsvern som reglene om negotiabilitet bør utformes i samsvar med grunntrekkene i de gjeldende regler. Men det er, som nevnt, behov for visse endringer og presiseringer. Dessuten bør lovgivningen utvides til å omfatte i hvert fall ett spørsmål i tillegg til de som er regulert i nåværende lov. Det bør tas med en regel om utstederens rett til å kreve sletting av finansielle instrumenter der den underliggende fordring eller annen rettighet er opphørt å eksistere som følge av innfrielse eller av andre grunner. En slik regel er foreslått i lovforslaget § 7-1 tredje ledd og nærmere beskrevet i merknadene til bestemmelsen og i pkt. 17.10.3.

Det må i nødvendig utstrekning tas hensyn til at det ikke bare er aksjer og obligasjoner som skal kunne registreres i registeret. Spekteret av finansielle instrumenter omfatter mer enn de tradisjonelle typer verdipapirer. Noen av de andre typene finansielle instrumenter står i samme stilling som de tradisjonelle hovedtyper av verdipapirer i forhold til spørsmål om bl.a. rettsvern og negotiabilitet. Således kan man regne med at reglene om aksjer passer på grunnfondsbevis. For andre typer finansielle instrumenter må det regnes med at det kan være særlige problemstillinger. Særlig derivater krever en spesiell lovgivningspolitisk oppmerksomhet, se nedenfor under 18.4.

Utvalget vil dessuten peke på nødvendigheten av å ha oppmerksomhet rettet mot sammenhengen mellom reglene om registrering og tilgrensende selskapsrettslige regler og problemstillinger. Dette er kort kommentert nedenfor under 18.6.

18.3.1.2 Særlig om daglig journal

Ifølge vpsl. § 4-9 skal Verdipapirsentralen føre en daglig journal, hvor transaksjonene føres inn i den rekkefølge de kommer inn til registrering. Denne rekkefølgen gir grunnlag for prioritering av transaksjonene etter § 5-1 annet ledd.

Utvalget finner ikke grunn til å videreføre regelen om daglig journal. Regelen innebærer ikke annet enn at VPS må holde orden på tidspunkter og rekkefølge for innmeldinger av transaksjoner (herunder pantsettelse mv.) til registrering. Utvalget ser det slik at registeret selv må kunne bestemme rutiner for dette. Utvalget viser for øvrig til lovforslaget § 9-5 om at registeret skal kunne fastsette nærmere bestemmelser om når en registrering skal anses anmeldt i forhold til de regler om rettsvern og prioritet mv. hvor dette vil være av betydning.

18.3.1.3 Merknader av betydning for forståelsen av resten av kapittel 18

Spørsmål knyttet til rettsvern og negotiabilitet har vært drøftet i flere av utvalgets møter. På enkelte punkter er *utvalgets medlemmer* delt i synet på hvilke regler som bør foreslås. De ulike medlemmenes endelige vurderinger er imidlertid ikke blitt klarlagt før avslutningsvis i utvalgets arbeid. Dette har medført at det som opprinnelig var utformet som flertallets vurdering har vist seg å være mindretallets vurdering på ett punkt, jf. pkt. 18.3.4.3. På dette punkt har utvalget ikke omarbeidet de opprinnelige vurderinger. Det som er mindretallets vurderinger vil derfor framstilles før flertallets syn. Det er videre bare utarbeidet lovforslag som dekker mindretallets vurdering i 18.3.4.3. Det er videre i pkt. 18.3.3.2, der utvalget er delt i to like store fraksjoner, bare utarbeidet forslag i samsvar med vurderingene til den fraksjonen hvis syn behandles først under 18.3.3.2.

18.3.2 Rettsvern

18.3.2.1 Innledning

Reglene om rettsvern bør bygge på hevdvunne prinsipper som er kjent fra andre rettsområder, herunder annen lovgivning. Dette betyr at *utvalget* foreslår en videreføring av grunntrekkene i reglene om rettsvern i gjeldende vpslov. Rettsvern vil fortsatt oppnås ved registrering i registeret. På ett punkt er det imidlertid nødvendig å vurdere en prinsipiell endring, både i forhold til gjeldende vpslov, og i forhold til det som gjelder på sammenlignbare områder. Det gjelder rettsvern mot konkurs mv. (nedenfor under 18.3.2.2). Dessuten er det nødvendig med en ny vurdering av hvilket stadium i registreringsprosessen som skal være avgjørende for rettsvernet (nedenfor under 18.3.2.3).

18.3.2.2 Rettsvern mot konkurs mv

Den gjeldende regel om at rettsvern mot konkurs er betinget av at registrering av rettigheten er foretatt dagen før registrering av konkursen, har medført at VPS ikke kan gjennomføre løpende registrering av overføringer, eventuelt flere oppgjør om dagen. Når registrering av konkurs kan slå igjennom overfor registreringer som allerede er foretatt tidligere samme dag, risikerer man at overføringer må gjøres om. Verdipapirsentralens oppgjørsvirksomhet er nærmere beskrevet under pkt. 6.4. Til dette kommer at rettsvernsregelen i § 5-3 ikke er i harmoni med det såkalte *oppgjørsdirektivet* (Rdir. 98/26/EF).

Regelen i vpsl. § 5-3 har sitt mønster i tinglysningslovens § 23. Det er imidlertid den ulikheten mellom reglene at tinglysningsloven lar rettsvernet være betinget av tinglysning dagen før åpningen av konkurs, mens det avgjørende etter vpsloven er om rettigheten er registrert dagen før registrering av konkursen. Dette medfører at konkursboets beslagsrett er noe mer begrenset etter vpsloven enn etter tinglysningsloven. Det kan imidlertid stilles spørsmål

ved bakgrunnen for at tinglysningsloven er brukt som mønster her, uavhengig av de oppgjørsmessige problemer regelen skaper. I det dokumentbaserte regelverket for omsetningsgjeldsbrev, som også et stykke på vei er brukt som mønster for regler i vpslovens [\(Link til\)](#) kap. 5, og som ifølge Ot.prp. nr. 83 (1984-85) (side 46) burde tillegges større vekt som mønster enn tinglysningslovens regler, er erververens rettsvern overfor avhenderens konkurs ikke betinget av at rettsvernsakten - som uten uttrykkelig regulering i gjeldsbrevloven må antas å være overlevering av omsetningsgjeldsbrevet - er foretatt dagen før konkursen (jf. også panteloven § 4-1). Det vil således ikke være noe brudd med tradisjonen for negotiable dokumenter om det innføres en ren tidsprioritet for spørsmålet om rettsvern mot konkurs.

Utvalget foreslår etter dette at rettsvern mot konkurs skal følge det samme hovedprinsippet som gjelder for andre rettsvernsspørsmål, slik at registreringstidspunktene vil være avgjørende for om en rettsstiftelse har rettsvern mot avhenderens konkurs, jf. lovforslaget § 9-4.

Utvalget nevner i denne sammenheng at man heller ikke finner tilstrekkelig grunn til å videreføre regelen i vpsl. § 5-1 annet ledd om at utleggs- og arrestforretninger går foran andre rettsstiftelser som ellers oppnår rettsvern samme dag. Den alminnelige tidsprioritet som utvalget går inn for, bør også gjelde i forhold til slike rettsstiftelser. Også dette er i samsvar med det som gjelder for dokumentbaserte negotiable fordringer. De hensyn som taler for ren tidsprioritet i forhold til konkurs, gjør seg også gjeldende i forhold til utlegg mv.

18.3.2.3 Rettsvernstidspunkt

Som nevnt ovenfor, er det behov for en nærmere vurdering av hvilket stadium i registreringsprosessen som skal være avgjørende for oppnåelse av rettsvern. Flere stadier kan her være aktuelle. En kan tenke seg rettsvern knyttet til at rettsstiftelsen anmeldes til registeret, uavhengig av det forutsatte tidspunkt for gjennomføring av transaksjonen (f.eks. overføring av aksjer eller andre finansielle instrumenter fra selgers til kjøpers konto i registeret). Alternativt kan en tenke seg at rettsvernet først oppnås når transaksjonen er gjennomført ved registrering av overføringen på kjøpers konto (dvs. når oppdateringen av registeret er gjennomført). En tredje mulighet er å knytte rettsvernet til et stadium mellom disse to tidspunkter, f.eks. når overføringsførselsprosessen («oppgjøret») påbegynnes. Det er også mulig at tidspunktet for rettsvern bør være forskjellig i forskjellige relasjoner.

Noen rettsstiftelser vil typisk gjennomføres en tid etter at rettsstiftelsen har funnet sted (typisk ved avtale) og er blitt meldt til registeret. Ved kjøp og salg av aksjer og obligasjoner meldes transaksjonen til registeret samme dag som avtalen er inngått, mens overføringen forutsettes gjennomført en tid deretter. For andre rettsstiftelser er det ikke vanlig med noe tidsrom mellom anmeldelse til registeret og gjennomføring. En pantsettelse forutsettes normalt satt i verk umiddelbart, ved at registeret oppdateres med anmerkning om pantet straks pantsettelsen er meldt til registeret. Heller ikke ved utlegg og konkurs er det tale om en fremtidig «gjennomføring» av rettsstiftelsen.

Utvalget finner det lite hensiktsmessig å knytte rettsvernet for overføringer til tidspunktet for anmeldelse av transaksjonen til registeret. Som påpekt foran under 18.1.3, dreier slike avtaler seg normalt om fremtidig levering av en viss mengde av en generisk bestemt ytelse. Dersom det er avtalt salg for fremtidig «levering», må selgeren stå fritt til å disponere sin beholdning av

det aktuelle finansielle instrumentet ved nye salg, uten hensyn til den salg-savtalen han allerede har inngått. Oppfyllelse av den inngåtte salgssavtalen kan likevel skje på avtalt tidspunkt, ved at selgeren innen den tid anskaffer en ny beholdning av det finansielle instrumentet for «levering» til kjøperen. Det ville harmonere dårlig med dette om kjøperen skulle få «rettsvern» for sitt kjøp allerede ved anmeldelsen av transaksjonen til registeret. Dette gjelder enten det er tale om rettsvern mot selgerens kreditorer (konkurs eller utlegg), eller det er tale om rettsvern mot andre avtalte rettsstiftelser.

Rettsvern allerede ved anmeldelsen av ervervet til registeret kan derimot være meningsfylt dersom ervervet gjelder individuelt bestemte finansielle instrumenter, f.eks. alle aksjene i et selskap eller en bestemt aksjepost. *Utvalget* viser til at det i så fall kan avtales at overføringen skal skje umiddelbart, slik at det ikke blir noen nevneverdig tidsforskyvning mellom anmeldelse og gjennomført registrering. Utvalget kan etter dette ikke se behov for noen særlig regulering av rettsvernet knyttet til slike transaksjoner.

Problemstillingen knyttet til valget mellom anmeldelse av transaksjonen til registeret eller gjennomføringen av transaksjonen ved oppdatering av registeret, ville falle bort dersom det ble bestemt at anmeldelse ikke kunne skje før transaksjonen var klar for gjennomføring. *Utvalget* anser ikke denne løsningen for en realistisk mulighet slik verdipapirmarkedet fungerer idag. Denne løsningen vurderes derfor ikke nærmere.

I praksis gjennomføres selve registreringsprosessen (oppdateringsprosessen) ved at mange transaksjoner gjennomføres samtidig og i sammenheng. Det er imidlertid ikke noe i veien for at det i tillegg til de store felles «oppgjør» foretas separate gjennomføringer av enkelttransaksjoner (overføringer og pantsettelse mv.).

Hensynet til et velfungerende oppgjørssystem tilsier at rettsvernet bør inntre på et tidspunkt tidlig i oppgjørssystemet. *Utvalget* kan ikke se at valg av nøyaktig tidspunkt i seg selv reiser spørsmål av lovgivningspolitisk karakter. De viktigste hensynene ved fastsettelsen av det avgjørende tidspunkt, er at skjæringspunktet for rettsvern identifiseres entydig og at det muliggjør etablering og praktisering av et effektivt oppgjørssystem. *Utvalget* er etter dette kommet til at det bør overlates til registeret selv å fastsette rettsvernstidspunktet. Det bør imidlertid være en offentlig kontroll med registerets valg av tidspunkt. Det foreslås derfor at de regler som fastsettes om dette, må godkjennes av Kredittilsynet for å kunne legges til grunn for transaksjonenes rettsvern, jf. lovforslaget § 9-4.

Ved rettsstiftelser som forutsettes «gjennomført» umiddelbart etter anmeldelsen til registeret (frivillig pantsettelse, utlegg, konkurs), kan det neppe være tvil om at rettsvernstidspunktet bør knyttes til anmeldelsen til registeret. Dersom det forutsettes at en slik rettsstiftelse registreres straks meldingen kommer inn til registeret, kunne dette lovteknisk gjennomføres ved en felles regel for overføringer og pantsettelse mv. om at rettsvern oppnås ved registreringen (dvs. oppdateringen av registeret, eller eventuelt påbegynnelsen av oppdateringsprosessen). *Utvalget* er likevel kommet til at rettsvernet for slike rettsstiftelser etter uttrykkelig lovbestemmelse bør knyttes til anmeldelsen av rettigheten.

18.3.2.4 Meglerkonti

Ved handel gjennom verdipapirforetak passerer det finansielle instrumentet etter dagens rutiner gjennom en eller to meglerkonti på sin vei fra selgende

investors konto til kjøpende investors konto. Det er imidlertid ikke selvsagt at registreringsprosessen skal foregå på denne måten. Det kan tenkes enklere rutiner, f.eks. at overføringen skjer direkte mellom selgende og kjøpende investors konti, selv om handelen er sluttet gjennom ett eller to verdipapirforetak.

Utvalget ser det slik at verdipapirforetakene i forhold til de foreslåtte regler om registrering bør regnes som selvstendige omsetningsledd. Dette er i samsvar med prinsippet om verdipapirforetakenes selvstendige oppfyllelsesansvar overfor sine oppdragsgivere og overfor hverandre, jf. vphl. § 11-1. Dersom det finansielle instrumentet passerer en eller to meglerkonti, må vurderingen av rettsvernsspørsmål skje i forhold til det enkelte ledd i overføringen. Det vil således kunne bli spørsmål om selvstendig rettsvern for hhv. selgende verdipapirforetak, kjøpende verdipapirforetak og kjøpende sluttinvestor. Når gjennomstrømningen fra selgers konto via meglerkonti til kjøpers konto skjer som ledd i ett og samme oppgjør, vil rettsvernstidspunktet bli det samme for alle de erverv som inngår i denne kjeden. Men dersom finansielle instrumenter blir stående på meglerkontoen en tid, vil rettsvernstidspunktet for dette verdipapirforetakets erverv bli forskjellig fra rettsvernstidspunktet ved senere overføring fra denne meglerkontoen.

18.3.3 Negotiabilitet

18.3.3.1 Innledning

Utvalget har lagt til grunn at finansielle instrumenter som registreres i et verdipapirregister, skal være undergitt regler om negotiabilitet. *Utvalget* foreslår at reglene om negotiabilitet i gjeldende lov i det vesentlige føres videre, med ett unntak og med enkelte presiseringer, se nedenfor under 18.3.3.2 og 18.3.3.3.

18.3.3.2 Dobbeltsalg mv

Et samlet utvalg mener at det ikke lenger bør gjelde et alminnelig vilkår om god tro for at en rett som er anmeldt til verdipapirregisteret skal gå foran en tidligere stiftet rett som ikke er anmeldt til registrering, eller som anmeldes på et senere tidspunkt. Begrunnelsen for dette er gitt foran under 18.1.3. Erverv av finansielle instrumenter vil i de aller fleste tilfeller være generisk bestemte erverv. At X har solgt f.eks. et antall aksjer til A, bør ikke være til hinder for at han deretter selger et antall av samme aksje til B. Hvis avtalt «leveringstidspunkt» til A er senere enn avtalt leveringstidspunkt til B, bør ikke A gis prioritet foran B, selv om B kjente eller burde kjenne til salget til A da Bs erverv ble anmeldt til registrering. En ekstinksjonsregel til fordel for B knyttet til god tro hos B vil derfor være lite meningsfylt. *Utvalget* foreslår derfor ingen alminnelig god tro-basert regel om overføringslegitimasjon av den typen som idag finnes i lovens §§ 5-1 og 5-2.

Utvalget har vurdert om det bør gjøres unntak fra dette i de tilfeller der As erverv må regnes som individuelt bestemt. På dette punktet er *utvalget* delt i to like store fraksjoner. *Den ene fraksjonen* finner at hvis A har kjøpt alle aksjene i et selskap av X, bør det gjelde en god tro-basert ekstinksjonsregel av tradisjonell type til løsning av konflikt mellom A og B som senere har kjøpt de samme aksjene, eller en del av dem, av X. Det samme bør gjelde hvis As kjøp gjelder en bestemt aksjepost, uten at det dreier seg om alle aksjene i selskapet. Dette kan være en aktuell problemstilling dersom det er konkurranse om kontrollen i et selskap, og kjøp av en eller flere bestemte aksjeposter inngår i

denne konkurransen. Hvis B ved anmeldelsen av sitt erverv til registrering kjenner eller bør kjenne til As tidligere erverv, bør As erverv ha prioritet foran Bs.

Fraksjonen mener at en slik regel ikke bør utformes på en måte som setter registeret i en vanskelig situasjon ved avgjørelsen av hvilket av de to ervervene som skal gjennomføres ved registrering på den ene eller annen kjøpers konto i registeret. Registeret må kunne gjennomføre registrering på vanlig måte til fordel for den kjøperen som først har anmeldt sitt erverv til registrering, med mindre det er åpenbart at det første ervervet er individuelt bestemt og at annen erverver ikke var i god tro. Det vises til lovforslaget § 9-3. Regelen om individuelt bestemt erverv vil derfor først og fremst ha sin betydning ved at første erverver kan gjøre sin påståtte rett gjeldende for domstolene, uavhengig av den foretatte registrering. Se nærmere om dette nedenfor under 18.3.4.

Fraksjonen har vurdert om man i stedet for den løsningen som er skissert ovenfor, burde videreføre en god tro-basert ekstinksjonsregel tilsvarende den som finnes i gjeldende lov §§ 5-1 og 5-2, slik at det overlates til praksis å avgjøre når en transaksjon gjelder individuelt bestemte finansielle instrumenter, med den konsekvens at god tro-reglen bør anvendes. Med denne løsningen ville det måtte forutsettes at B i eksemplene foran normalt vil ha høyest prioritet selv om vedkommende kjenner eller bør kjenne til det tidligere salget, fordi de to salgene ikke kan sies å gjelde de samme finansielle instrumenter. Samtidig ville det måtte forutsettes at As erverv kan gå foran dersom dette må regnes som et individuelt bestemt erverv, slik at B må være i god tro for å ekstingvere As tidligere stiftede rett. *Fraksjonen* er imidlertid kommet til at lovreguleringen bør tilpasses den virkeligheten som skal reguleres, og at god tro-regelen derfor bare bør knyttes til de tilfeller hvor konflikten er reell, dvs. tilfeller hvor første erverv fremstår som individuelt bestemt.

Den andre fraksjonen, bestående av medlemmene *Ask, Bøthun, Ekeren Bjone, Hellstrøm, Kleven, L'Abée-Lund, Zakariassen* og *Øiulfstad* er tvilende til om en god-tro-regel som foreslått er meningsfylt. *Denne fraksjonen* har vanskelig for å se hvor grensen for såkalte «individuelt bestemte erverv» skal trekkes, med mindre den særskilte bestemmelsen bare skal gjelde der det er åpenbart at selger ikke vil kunne oppfylle avtalen med andre aksjer enn de som var innestående på kontoen da avtalen ble inngått. I situasjoner der det er konkurranse om kontrollen i et selskap, viser erfaringene de siste årene at det vanskelig kan sies å være åpenbart at grupperinger den ene dagen består den neste dagen. Det som kan framstå som den «siste salgbare posten» én dag, vil ikke nødvendigvis være det den neste dagen. Den foreslåtte bestemmelsen vil derfor i ytterste konsekvens bare få betydning i tilfeller hvor kjøper skal erverve alle aksjene i et selskap fra én og samme selger. Både i dette tilfellet, og ved kjøp av mindre aksjeposter som del av konkurransen om kontroll i et selskap, vil kjøper kunne sikre seg mot dobbeltsalg ved å ta pant i de aktuelle aksjene på avtaletidspunktet, slik at oppgjør er sikret på avtalt oppgjørsdag. *Fraksjonen* kan for øvrig ikke se at de øvrige medlemmenes begrunnelse for den foreslåtte bestemmelsen strekker seg lenger enn til kjøp av aksjer. Det kan derfor uansett stilles spørsmål ved hvorfor bestemmelsen er foreslått å gjelde alle såkalte «individuelt bestemte finansielle instrumenter».

18.3.3.3 Legitimasjon og god tro som vilkår for ekstinksjon

Transaksjonenes karakter av genus-kontrakter skaper visse vansker også i forhold til den negotiabilitetsregelen som finnes i någjeldende lov §§ 5-4

(«*Mangler ved avhenderes rett*»). Det regnes gjerne som en bærende tanke bak regler om negotiabilitet og ekstinksjon at en erverver, panthaver mv. skal kunne stole på den legitimasjon (dvs. tilsynelatende rett) som følger av det å ha et dokument i hende, eller det å være oppført som eier i et register. Men ved omsetning av finansielle instrumenter vil situasjonen ofte være den at selgeren ikke har de aktuelle finansielle instrumentene på sin konto på det tidspunkt vedkommende inngår avtale om salg. Selgerens forutsetning kan være å anskaffe de nødvendige finansielle instrumentene i markedet før avtalt oppfyllestidspunkt overfor kjøperen. Utvalget ser det slik at hensynet til markedets og omsetningssystemets effektivitet tilsier at den nevnte ekstinksjonsregel må gjelde til fordel for erververen også i slike tilfeller. Dette innebærer at ekstinksjonsretten ikke kan knyttes til avhenderens legitimasjon på avtaletidspunktet. Lovforslaget § 9-6 er formulert i samsvar med dette.

Dessuten er det slik at kjøper eller panthaver ikke har noen enkel mulighet til å kontrollere legitimasjonen (registerets innhold) før kjøps- eller panteavtale inngås. Verdipapirregisteret er, i motsetning til grunnboken, ikke offentlig. Utvalget foreslår ingen endring på dette punktet, se nedenfor under pkt. 19.3.1. Legitimasjonen må derfor i tilfelle kontrolleres på kjøpers (panthavers) vegne av noen som har mulighet for innsyn i selgers (pantsetters) konto i registeret. Dette er i beste fall tungvint. Kjøpers (panthavers) manglende mulighet til kontroll av avhenders (pantsetters) legitimasjon er ytterligere et argument for å ta bort legitimasjon som vilkår for ekstinksjon.

Utvalget vil for øvrig nevne at også god tro som vilkår for ekstinksjon kan være lite treffende når ervervet er knyttet til en genuskontrakt. Dette vil likevel gi mening i den forstand at erververen ikke bør kunne ekstingvere den egentlige rettighetshaverens rett, dersom vedkommende kjenner eller bør kjenne til avhenderens manglende rett til de finansielle instrumenter som overføres.

For den ekstinksjonsregelen som finnes i § 5-5 («*Utstederens innsigelser fra det underliggende forhold*») er forholdet annerledes. Enkeltheter om de rettigheter det finansielle instrumentet gir i forhold til utstederen, vil ikke finnes på investors konto, men på utstederkontoen. Utvalget foreslår at disse opplysningene skal være tilgjengelige for enhver, jf. utkastets § 10-2 sjette ledd. God tro som vilkår for ekstinksjon gir derfor i prinsippet god mening. Derimot bør den gode troen heller ikke i denne situasjon knyttes til avhenderens (pantsetters) legitimasjon som rettighetshaver ifølge registeret, fordi denne ikke kan kontrolleres av erververen (panthaveren) før rettsstiftelsen foretas, og fordi ekstinksjon bør kunne skje selv om avhenderen ikke har det aktuelle finansielle instrumentet på sin konto idet salgavtalen inngås. Utvalget viser til lovforslaget § 9-7.

18.3.3.4 Handel gjennom verdipapirforetak

Ved handel gjennom et verdipapirforetak kan det oppstå spørsmål om manglende god tro hos mellommannen kommer oppdragsgiveren (kjøpende sluttinvestor) til skade.

Som nevnt foran under 18.3.2.5, er det *utvalgets* hovedsyn at verdipapirforetakene bør regnes som selvstendige omsetningsledd i forhold til de foreslåtte reglene om registrering. Dette er imidlertid ikke til hinder for at manglende god tro hos en mellommann kommer kjøpende sluttinvestor til skade. Kjøpende investors verdipapirforetak foretar kjøp på vegne av sin oppdragsgiver, og i oppdragsgiverens interesse. At verdipapirforetaket har oppfyl-

lelsesansvar overfor sin oppdragsgiver, og således i enkelte relasjoner bør regnes som et selvstendig omsetningsledd, røkkes ikke ved det interessedeltakerskap som foreligger mellom verdipapirforetaket og oppdragsgiver i forhold til selgeren og selgerens verdipapirforetak.

Spørsmål om identifikasjon og ekstinksjon ved handel gjennom verdipapirforetak eller annen mellommann innebærer flere problemstillinger, som i utgangspunktet er av generell formuerettslig karakter. *Utvalget* ser det ikke som naturlig å gi en bred redegjørelse for dette. En samlet fremstilling av disse spørsmålene finnes i *Aage Thor Falkanger*: «God tro. En studie av kravet til god tro som vilkår for å erverve eller opprettholde privatrettslige rettigheter» (1999) s. 361 flg.

18.3.4 Prioritering ved gjennomføring av registrering

18.3.4.1 Innledning

Det forekommer at det ved den endelige registreringen av transaksjoner viser seg ikke å være dekning for samtlige overføringer som er anmeldt for overføring fra en investorkonto eller en meglerkonto. I slike tilfeller må transaksjonene prioriteres i forhold til hverandre. Som nevnt foran under 18.1.4, er det ikke helt klart om vpslovens §§ 5-1 og 5-2 kan ses som uttrykk for slike prioriteringsregler.

Dersom en selger ikke har varer nok til å oppfylle de salgsavtaler vedkommende har inngått, har selgeren selv normalt anledning til å bestemme hvilke avtaler han vil oppfylle, og hvilke han vil misligholde. Det eksisterer ingen alminnelig formuesrettslig prioritetsregel som sier at avtalene skal oppfylles i den rekkefølgen de er inngått, i den forstand at første kjøper kan forlange overfor annen kjøper å få de varene selgeren eventuelt har levert, eller ønsker å levere, til annen kjøper.

Når oppfyllelse av avtaler skjer ved registrering i et verdipapirregister, er det ikke uten videre mulig for selgeren selv å bestemme prioriteringen ved manglende dekning på konto. I praksis bestemmes prioriteringen idag av VPS, som har etablert rutiner for dette. Rutinene er forskjellige for overføringer fra investorkonti og fra meglerkonti. Fra investorkonti prioriteres transaksjonene etter tidspunktet for innføring i daglig journal. Fra meglerkonti prioriteres det etter hvilken kjede av handler som har størst innmeldt handelsverdi.

18.3.4.2 Er prioritering et lovgivningsspørsmål?

Utvalget har vurdert om den nye loven bør inneholde regler om prioritering av transaksjoner ved manglende dekning. Det er som nevnt noe uklart om gjeldende lov har regler om dette. *Utvalgets mindretall* vil peke på at Verdipapirsentralen selv synes å ha sett det slik at rutiner for prioritering kan etableres uavhengig av lovgivning. Formelt har de prioriteringsreglene som anvendes, karakter av avtaler mellom de «brukere» av VPS som også er deltakere i oppgjørssystemet VPO. Det er altså formelt sett ikke slik at VPS har fastsatt reglene på egen hånd. Men de fastsatte regler får virkning også for parter som ikke er deltakere i VPO, og som dermed heller ikke er parter i den avtalen som regulerer prioriteringen. Særlig er det grunn til å merke seg at kjøpende sluttinvestor ikke er part i avtaleverket, til tross for at prioritetsreglene får virkninger for vedkommende. I betraktning av at prioritetsreglene vil ha avgjørende betydning for hvilken sluttkjøper som får levering ved manglende dekning på meglerkonto, uten at vedkommende er part i den avtalen

som regulerer dette, mener *mindretallet* at loven bør inneholde regler om prioriteringen. *Mindretallet* vil her peke på at de transaksjoner som inngår i verdipapiroppgjøret, gjelder salg fra selgende til kjøpende sluttinvestor. Meglerkonti må i denne forbindelse regnes som hjelpekonti i overføringsprosessen fra selger til kjøper. Når regelverket for prioritering av transaksjoner i denne overføringsprosessen vanskelig kan avtales mellom alle de berørte parter, bør dette anses som et lovgivningsspørsmål.

18.3.4.3 Reglenes innhold

Mindretallet har vurdert om loven bør inneholde detaljerte regler om prioriteringen. Alternativer til dette kan være at slike regler fastsettes i forskrifter, eller at det overlates til registeret selv å gi slike regler, eventuelt innenfor visse lovbestemte rammer, og med krav om godkjenning av reglene fra offentlig myndighet.

Et alternativ vil være å slå fast i loven at transaksjonene skal prioriteres etter tidspunkt for anmeldelse til registeret. En ren og ubetinget tidsprioritering vil gjerne bli oppfattet som den mest «rettferdige» ordningen. Ordningen lar seg også gjennomføre i praksis. Men en slik ordning kan føre til et visst innslag av ikke-gjennomførte transaksjoner («falte handler»), selv om dette vil kunne reduseres gjennom etablering av effektive låneordninger for finansielle instrumenter.

Mindretallet ser det slik at tidsprioritering etter anmeldelse bør være utgangspunktet ved fastsettelsen av prioriteringsregler, men erkjenner at det er viktige hensyn som tilsier at det gjøres unntak fra dette utgangspunktet når det gjelder overføringer. En ren tidsprioritering kan komme i konflikt med hensynet til et velfungerende marked og et effektivt oppgjørssystem for finansielle instrumenter. *Mindretallet* vurderer det alt i alt slik at prinsippet om tidsprioritering ikke bør gis forrang fremfor de reelle markedsmessige og oppgjørsmessige hensyn som gjør seg gjeldende.

Neste spørsmål blir så om detaljerte regler om prioritering, basert delvis på andre prinsipper enn tidsprioritet, bør tas inn i loven. I så fall må det overveies å ta inn i loven regler om hvorvidt det skal foretas dellevering dersom en transaksjon ikke kan gjennomføres fullt ut, om en transaksjon som ikke lar seg gjennomføre på det fastsatte tidspunkt skal annulleres eller om den skal registreres på et senere tidspunkt, om prioritetsforholdet mellom en slik eventuell «overligger» og transaksjoner som er modne for ordinær registrering på det senere tidspunkt, hvorvidt manglende dekning for den transaksjonen som har høyest tidsprioritet skal blokkere for gjennomføring av lavere prioriterte transaksjoner osv. Videre må det overveies å ta inn i loven regler om store «nettoppgjør» og om «bruttoppgjør» av enkeltstående transaksjoner, om det skal være ett eller flere registreringsoppgjør pr. dag og om hvilket oppgjør den enkelte transaksjon i så fall skal tilordnes osv. Det finnes også andre prioriteringssaker som i så fall må overveies tatt inn i loven.

Mindretallet anser det lite hensiktsmessig med en slik detaljert lovgivning. Dette skyldes både hensynet til en noenlunde oversiktlig lovtekst og behovet for endringer i regelverket etter hvert som man vinner nye erfaringer, finner frem til nye systemløsninger eller står overfor endrede markedsforshold mv. *Mindretallet* mener at de nevnte hensyn vil bli best ivaretatt ved at det overlates til registeret selv å fastsette regler om prioritering. Dette synes å være en mer hensiktsmessig løsning enn at reglene fastsettes i forskrift. Det bør imidlertid være en offentlig kontroll med de regler som fastsettes, jf. ovenfor om at

fastsettelse av regelverket i prinsippet må anses som et lovgivningsspørsmål. Det foreslås derfor at regelverket, og eventuelle endringer i dette, må godkjennes av Kredittilsynet før det settes i verk.

Mindretallets forslag innebærer at dagens ordning med et privat regelverk om prioritering vil bli videreført. Det er imidlertid den forskjell mellom dagens ordning og den som foreslås, at prioriteringsspørsmålene etter forslaget bringes åpent frem i loven, og at det innføres en myndighetskontroll med innholdet i regelverket. Man kommer derfor bort fra dagens situasjon, hvor prioriteringen hviler på uklar lovgivning og ufullstendig avtalehjemmel.

Avslutningsvis finner *mindretallet* grunn til understreke at prioriteringsreglene gjelder når det ikke er dekning for alle de transaksjonene som etter loven eller partenes bestemmelse skal gjennomføres på et bestemt tidspunkt. En transaksjon som er forutsatt gjennomført (registrert) på et bestemt tidspunkt, vil gå foran en transaksjon som er forutsatt gjennomført på et senere tidspunkt, selv om sistnevnte transaksjon først ble anmeldt til registeret. Dette gjelder også for pantsettelse og andre begrensede rettigheter, som i praksis forutsettes «gjennomført» (registrert) straks. Konsekvensen av dette er at pant, utlegg og konkurs vil ha prioritet foran overføringer som skal gjennomføres på et senere tidspunkt, selv om overføringen er anmeldt til registeret før pantet, utlegget eller konkursen.

De reglene som registeret skal fastsette etter *mindretallets* forslag, bør også inneholde nærmere bestemmelser til presisering av hvilket oppgjør den enkelte transaksjon skal tilordnes, dersom det gjennomføres flere oppgjør pr. dag, og transaksjonen bare oppgir dato for gjennomføring (registrering). Dette er det tatt høyde for ved formuleringen av lovforslaget § 9-1.

Medlemmene *Ask, Bøthun, Ekeren Bjørne, Hellstrøm, Jørgensen, Kleven, L'Abée-Lund, Zakariassen* og *Øiulfstad* mener *mindretallets* forslag i for stor grad bærer preg av at det ikke i tilstrekkelig grad skilles mellom VPS' roller i dag som et rent rettighetsregister og som del av verdipapiroppgjøret i Norges Bank. Det kan videre framstå som om VPS' ulike funksjoner forutsettes å bestå i framtiden. Etter *flertallets* syn kan man ikke se bort fra at de oppgjørsfunksjonene (i form av regning) som i dag foretas av VPS, i framtiden kan foretas av andre institusjoner som foretar oppgjør og avregning. *Flertallet* kan ikke se at det er behov for å åpne for en annen prioritering en tidsprioritering. Dette innebærer at alle meldinger som gjelder konkurs, begrensede rettigheter eller overføringer skal prioriteres i den rekkefølgen de anmeldes til registeret. For overføringer som anmeldes samme dag, men hvor det er angitt et senere tidspunkt for reell overføring (oppgjørstidspunkt), bør prioriteten mellom overføringer med samme oppgjørstidspunkt bestemmes av innmeldingstidspunktet. De sistnevnte situasjonene vil typisk være transaksjoner som inngår i et organisert/standardisert oppgjørssystem. I den grad et slikt oppgjørssystem har godkjenning fra Kredittilsynet som medfører at de faller inn under de særskilte rettsvernsreglene i lov om betalingssystemer ([Link til](#)) kapittel 4, ser *flertallet* behov for at tidsprioriteten kan fravikes når det gjelder «levering av verdipapirene» gjennom et verdipapirregister i de tilfellene oppgjør av verdipapirer foretas i oppgjørssystem godkjent av Kredittilsynet etter lov om betalingssystemer ([Link til](#)) kapittel 4. Fraviket fra tidsprioritet bør i tilfelle være i samsvar med de regler som gjelder for oppgjørssystemet. *Flertallet* viser for øvrig til at *mindretallet* nevner en rekke spørsmål knyttet til delleveringer mv. Etter *flertallets* syn er dette spørsmål som knytter seg til transaksjoner som gjøres opp i organiserte oppgjørssystemer. Disse bør

løses i disse systemene, uavhengig av om et verdipapirregister er en del av systemet.

18.4 Særlig om derivater

Opsjoner og terminer er i seg selv finansielle instrumenter, som vil kunne registreres i registeret. *Utvalget* forstår det slik at disse typer finansielle instrumenter idag ikke er gjenstand for vanlig annenhåndsomsetning. Det er derfor ut fra dagens praksis ikke behov for regler om rettsvern og negotiabilitet knyttet til omsetning av disse. Det kan imidlertid ikke utelukkes at det kan bli vanlig med annenhåndsomsetning også av derivater. De kan representere en formuesverdi på innehaverens hånd, og det er etter gjeldende rettsregler neppe noe til hinder for at denne formuesverdien overføres til andre. Slik overføring kan skje ved arv, men må i prinsippet også kunne skje ved vanlig omsetning. Videre vil det kunne bli spørsmål om frivillig pant eller utlegg i slike formuesgoder, og om å trekke verdien av derivatet inn i innehaverens konkursbo.

Utvalget har vurdert om det kan være behov for særlige regler om rettsvern, negotiabilitet og prioritet til oppfyllelse knyttet til derivater som selvstendige finansielle instrumenter eller til de underliggende finansielle instrumenter. *Utvalget* er kommet til at det ikke er behov for slike særlige regler. Når det gjelder de underliggende finansielle instrumenter, vil *utvalget* bemerke at registrering av en opsjon ikke i seg selv gir noen prioritet og heller ikke noen rettsvernsvirkning knyttet til overføringen av f.eks. den underliggende aksje når opsjonen senere gjøres gjeldende. Overføring av aksjen må meldes til registeret når opsjonen gjøres gjeldende, enten det dreier seg om en kjøps- eller en salgsoptjon. Deretter gjelder de vanlige reglene om rettsvern, negotiabilitet og prioritet for vedkommende erverv.

For terminer med reell fremtidig «levering» av f.eks. aksjen, vil derimot anmeldelsen av transaksjonen (terminen) til registrering gi prioritet for den senere overføringen av aksjen. Erververens rettsvern vil imidlertid på vanlig måte først etableres når gjennomføringen senere skal skje med overføring av den aktuelle aksjen fra selgers til kjøpers konto.

Dersom en opsjon kombineres med låsing (båndlegging) av de underliggende finansielle instrumentene på avhenderens konto, vil det i prinsippet foreligge en heftelse, med rettsvern og prioritet som sådan. Det samme gjelder hvis opsjonen kombineres med pantsettelse av de underliggende finansielle instrumentene. Slik båndlegging eller pantsettelse kan vanskelig gi opsjonsinnehaveren prioritet eller rettsvern for sin rett til senere å erverve de underliggende finansielle instrumentene.

18.5 Særlig om samlekonti (forvalterkonti)

Utvalget har vurdert i hvilken utstrekning de foreslåtte reglene om rettsvern, negotiabilitet og prioritet til oppfyllelse også bør gjelde ved overføringer mellom forskjellige beholdninger som er registrert på én og samme samlekonto. Samlekonti er nærmere regulert i lovforslaget §§ 7-2 til 7-4. Det kan her være en mulighet å la forvalterens interne fortegnelser over rettigheter til finansielle instrumenter på samlekonto få samme virkning som selve registeret, slik at reglene om rettsvern og negotiabilitet kommer til anvendelse ved overføringer internt på samlekonto. En annen mulighet er å se det slik at interne overføringer ikke bør ha noen av de virkningene som følger av de foreslåtte

reglene om rettsvern og negotiabilitet mv., slik at spørsmålene må løses etter alminnelige formuesrettslige regler. Det kan også tenkes mellomløsninger, ved at noen av reglene, men ikke alle, kommer til anvendelse ved overføringer internt på en samlekonto.

Utvalget vil peke på at registrering på en samlekonto vil være en frivillig sak for investor. Investor vil alltid ha muligheten for å sikre sine interesser fullt ut ved å velge å registrere sine beholdninger av finansielle instrumenter på én eller flere individuelle konti. Rutiner for overføringer mellom beholdninger på samlekonti vil nødvendigvis måtte skille seg en del fra de rutiner som følges ved overføringer fra en registerkonto til en annen. 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. *Utvalget* kan ikke se at det er verdipapirregisterlovens oppgave å ivareta disse behov for investorer som frivillig velger registrering på samlekonti. Det foreslås derfor ikke alminnelige regler om dette. De foreslåtte regler om rettsvern og negotiabilitet mv. kommer derfor som utgangspunkt ikke til anvendelse ved interne overføringer på samlekonti.

Unntak bør imidlertid gjelde dersom et verdipapirregister er forvalter av en samlekonto i et annet norsk verdipapirregister. Investor vil i slike tilfeller normalt være forvalterregistrert i egenskap av innehaver av en vanlig individuell konto i sitt eget register. Reelle hensyn taler her for at de vanlige regler om rettsvern, negotiabilitet og prioritet bør gjelde også ved overføringer internt på en samlekonto. Siden forvalteren selv er et verdipapirregister, kan det også forutsettes at forvalteren har rutiner for en trygg praktisering av disse reglene.

18.6 Forholdet til selskapsrettslige regler

De regler som er foreslått om ekstinksjon av rettigheter samt om prioritet til oppfyllelse, vil ha materiellrettslig betydning. For aksjer vil reglene innebære at den som vinner rett etter disse reglene, også vil være rette vedkommende til å utøve selskapsrettslige rettigheter i vedkommende aksjeselskap.

Utvalget ser det ikke som sin oppgave å ha noen oppfatning om alle sider av spørsmålet om den selskapsrettslige betydningen av selve registreringen og registerets innhold. *Utvalget* vil likevel gi uttrykk for at registerets innhold ikke nødvendigvis vil gi et korrekt uttrykk for de virkelige rettsforholdene, og at registerets innhold derfor ikke nødvendigvis er avgjørende for retten til å utøve selskapsrettslige rettigheter, som f.eks. stemmerett på generalforsamling. Det ligger i sakens natur at det kan være uenighet og tvist om hvorvidt registeret gir uttrykk for de virkelige rettsforhold. Dette kan bl. a. skyldes tvist om hvorvidt vilkårene for ekstinksjon av rettigheter er oppfylt. Hvilken betydning registerets innhold i seg selv vil ha ved vurderingen av de selskapsrettslige rettighetene, vil være et selskapsrettslig spørsmål, som det ligger utenfor *utvalgets* oppgave å foreslå lovregler om, eller å ha noen mening om. Dette gjelder for øvrig også spørsmålet om hvorvidt overføring av aksjer fra forvalterkonto til enkeltkonto i registeret vil være en betingelse for utøvelse av selskapsrettslige rettigheter etter asal. § 4-2.

Kapittel 19

Taushetsplikt og innsynsrett

19.1 Gjeldende rett

19.1.1 Taushetsplikt

Vpsl. § 2-14 fastslår at tillits- og tjenestemenn og revisorer i Verdipapirsentralen plikter å bevare taushet om det de i stillings medfør får kjennskap til om sentralens, sentralbrukernes eller deres kunders forhold. Dermed har både ansatte og medlemmer av VPS' styrende organer en lovbestemt taushetsplikt. Det gjelder et unntak for de tilfeller der de etter vpsloven eller en annen lov har plikt til å gi opplysninger. Overtredelse av bestemmelsen om taushetsplikt kan straffes etter vpsl. § 8-1.

Kontoførerne vil få tilgang til en stor mengde informasjon i kraft av å føre investorkonti og utstederkonti. Kontofører vil imidlertid ikke ha tilgang til opplysninger registrert på en konto som vedkommende ikke fører, med mindre kontohaver har bedt om at det registreres en spørrefullmakt til fordel for vedkommende, jf. vpsl. § 4-3. Det er nærliggende å tolke vpsl. § 2-14 slik at kontoførerne ikke er omfattet av taushetsplikten under vpsloven, ettersom de ikke faller naturlig inn under bestemmelsens ordlyd. Kontoførerne vil imidlertid være omfattet av taushetspliktbestemmelser i de lovene som regulerer deres vanlige virksomhet, slik som sparebankloven § 21 og forretningsbankloven § 18 for bankene. Disse overensstemmer langt på vei med vpsl. § 2-15. Den personkretsen som er underlagt taushetspliktreglene etter nyere lovgivning er imidlertid vanligvis noe videre enn etter vpsloven: Etter finansieringsvirksomhetsloven § 3-14 har tillits- og tjenestemenn i et finansieringsforetak taushetsplikt om det de i stillingens medfør får kjennskap til om andres forretningsmessige eller private forhold, med mindre de etter lov har plikt til å gi opplysninger. Det samme gjelder for andre som utfører oppdrag for foretaket. Etter vphl. § 9-8 har ansatte, tillitsmenn og personer med bestemmende innflytelse i verdipapirforetak taushetsplikt om det de under sin virksomhet får kjennskap til om andres forhold. Denne bestemmelsen gjelder også for enhver som utfører arbeid for foretaket uten å være ansatt der. Vpfl. § 2-9 fjerde ledd fastslår at tillits- og tjenestemenn og andre personer med bestemmende innflytelse i forvaltningsselskap har taushetsplikt.

For øvrig er kontoførerne og dessuten ev. verdipapirforetak som skulle ønske å være direkte tilknyttet VPS uten å være kontofører (jf. vpsl. § 3-2) pålagt taushetsplikt gjennom tilknytningsavtalen med VPS. Avtalens pkt. 25 forplikter avtalepartene, dvs. VPS og den enkelte kontofører eller verdipapirforetak, til å bevare taushet om det de gjennom avtaleforholdet får kjennskap til om den annen parts eller dennes kunders forhold. Det samme gjelder opplysninger om andre kontoførere/verdipapirforetak og deres kunders forhold. Partene plikter også å statuere taushetsplikt for egne ansatte og andre enn egne ansatte som kan gis tilgang til denne typen opplysninger. Ved brudd på denne bestemmelsen vil det kunne oppstå erstatningsansvar. Ved vesentlig

mislighold, ev. hvis det tross i skriftlige advarsler skjer gjentatte brudd på taushetsplikten, vil VPS kunne si opp tilknytningsavtalen, jf. avtalens pkt. 30.

Også Oslo Børs og NOS er underlagt regler om taushetsplikt, jf. vphl. § 6-5 og børs. § 2-11. For oppgjørssentraler gjelder ikke taushetsplikten bare ansatte og tillitsmenn, men også andre personer med bestemmende innflytelse i oppgjørssentralen. Etter børs. § 2-11 gjelder taushetsplikten tillits- og tjenestemenn og revisor, og det er presisert at plikten består etter at vedkommende har sluttet i tjenesten eller arbeidet.

19.1.2 Innsynsrett

Det er gitt flere bestemmelser om rett til å få opplysninger fra VPS. Disse bestemmelsene vil være unntak fra den generelle taushetsplikten som følger av vpsl. § 2-14. Blant annet plikter VPS å gi opplysninger om innestående på en konto til panthavere og andre som har rettigheter på den aktuelle kontoen, jf. § 2-15. Dessuten plikter VPS å gi Kredittilsynet de opplysninger som Kredittilsynet måtte anse nødvendig for tilsynet, jf. vpsl. § 2-13. Kredittilsynet har dessuten krav på å få de opplysninger fra VPS som det finner påkrevet i sin kontrollvirksomhet etter verdipapirhandelloven, jf. vphl. § 12-2 fjerde ledd. Disse opplysningene skal gis på den måten Kredittilsynet finner hensiktsmessig.

Departementet er gitt hjemmel til å gi nærmere regler om innsyn i VPS' registre. Kompetansen er ved kgl. res. 16. juni 1989 nr. 385 delegert til Finansdepartementet. Forskrift av 24. oktober 1992 nr. 968 om innsyn i Verdipapirsentralens registre gir bostyrer og leder av gjeldsnemnd oppnevnt av skifteretten rett til å kreve at Verdipapirsentralen gir vedkommende alle opplysninger om finansielle instrumenter utstedt av foretaket vedkommende er oppnevnt for. Tilsvarende gjelder for leder av administrasjonsstyret for finansinstitusjon eller morselskap til finansinstitusjon oppnevnt av Finansdepartementet eller Kredittilsynet. Vedkommende plikter imidlertid å hindre at uvedkommende får adgang eller kjennskap til opplysningene.

VPS fører andelseierregistrene på vegne av mange forvaltningsselskaper for verdipapirfond, jf. vpfl. § 6-4 tredje ledd. Forvaltningsselskapene har innsyn i opplysninger om eierne av verdipapirfondsandeler i fond de forvalter. Etter asal. § 4-4, jf. asl. § 4-4, skal VPS føre aksjeeierregisteret for vpsregistrerte aksjeselskaper. Aksjeeierregisteret skal være tilgjengelig for enhver, jf. asal. § 4-5.

Dersom noen med hjemmel i lov har krav på opplysninger, og disse opplysningene finnes i VPS' registre, kan vedkommende etter vpsl. § 2-15 annet ledd kreve at VPS stiller de registrerte opplysningene til rådighet uten hinder av taushetsplikten. Det er ikke et vilkår at den aktuelle loven gir vedkommende hjemmel for å hente ut opplysninger fra VPS. Det holder at vedkommende har krav på å få disse opplysningene, f.eks. fra investor. Forutsetningen for utlevering av opplysninger er imidlertid at vedkommende har krav på opplysningene i sitt arbeid. Bestemmelsen har etter forarbeidene til vpsloven i særdeleshet betydning for utførelsen av offentlige tilsyns- og kontrolloppgaver, jf. Ot.prp. nr. 83 (1984-85) side 59. Kredittilsynet, Oslo Børs og skattemyndighetene er blant de institusjonene som har krav på opplysninger med hjemmel i denne bestemmelsen.

En annen lovbestemmelse som gjør unntak fra taushetsplikten er ekteskapsloven § 39. Denne bestemmelsen slår fast at ektefeller har plikt til å gi hverandre de opplysninger som er nødvendige for å vurdere deres økonomiske stilling. I den anledning gis en vid adgang til å kreve utlevert opplysninger om ektefellen fra tredjemenn. Det kan kreves opplysninger fra lign-

ingsmyndighetene, selskap, foretak eller andre institusjoner som driver finansieringsvirksomhet eller forsikringsvirksomhet, og av andre som har midler til forvaltning. VPS må i denne sammenheng anses å ha midler til forvaltning. Det kan etter forarbeidene ikke kreves betalt for oppfyllelsen av denne plikten.

19.2 Utenlandsk rett

19.2.1 Dansk rett

Utgangspunktet etter dansk rett er at ansatte og styremedlemmer i et verdipapirregister har taushetsplikt. Det samme gjelder registerets revisorer. De får derfor ikke uberettiget røpe det de under utøvelsen av sin stilling eller verv får kunnskap om, jf. værdipapirhandelloven § 60 stk. 4. Bestemmelsens stk. 2 fastslår at en verdipapirsentral ikke kan gi opplysninger om det som er registrert til andre enn de etter værdipapirhandelloven ([Link til](#)) kap. 21 tilsluttede virksomheter, dvs. kontoførere. Imidlertid kan erhvervsministeren bestemme at et verdipapirregister i et nærmere bestemt omfang skal gi en offentlig myndighet opplysninger om det som er registrert.

Det gjelder visse lovbestemmelser som pålegger danske verdipapirregistre en opplysningsplikt. Blant annet plikter de etter skattekontrollloven minst en gang årlig å gi skattemyndighetene visse opplysninger til bruk ved skatte ligningen. Dette skjer på kontoførernes vegne. Dette vil først og fremst gjelde opplysninger om investorenes beholdning av obligasjoner og utbetalte renter. Finanstilsynet har adgang til å kreve opplysninger fra verdipapirregistrene, men bare til bruk for tilsynet med verdipapirregisteret selv. Disse opplysningene kan ikke benyttes til andre formål.

Etter dansk rett er utgangspunktet at utstederne ikke har krav på opplysninger om hvem som eier finansielle instrumenter de har utstedt. Selv ikke aksjeselskapene har krav på å få opplysninger om aksjonærenes identitet. Aksjonærer som erverver mer enn 5 % av selskapet skal imidlertid gi melding til selskapet. Disse opplysningene skal være allment tilgjengelige, jf. lov om aktieselskaber §§ 28 a og 28 b.

19.2.2 Svensk rett

Det følger av kontoföringslagen 8. ([Link til](#)) kap. 2 § at den som er eller har vært ansatt i et verdipapirregister eller hos en kontofører ikke uberettiget får røpe opplysninger som har vært registrert i registeret eller som har blitt overført til verdipapirregisteret eller kontoføreren av en forvalter.

Det gjelder visse unntak fra denne bestemmelsen. Blant annet vil de som er registrert på en konto som eier eller rettighetshaver ha rett til på begjæring å få opplyst hva som er registrert på kontoen i den grad dette berører vedkommendes rett, jf. 8. ([Link til](#)) kap. 1 §. Det følger dessuten av samme kapittel, 3 § at dersom Finansinspektionen eller påtalemyndigheten finner at det er grunn til å anta at det har skjedd brudd på innsideloven eller at det har skjedd en utilbørlig påvirkning av kursen ved handel i verdipapirmarkedet, skal verdipapirregisteret på begjæring gi Finansinspektionen eller påtalemyndigheten beskjed om innholdet i registeret i den utstrekning det har tilknytning til den antatte overtredelsen. Regjeringen kan dessuten bestemme at Finansinspektionen skal kunne ha en terminaltilknytning for å innhente disse opplysningene. Verdipapirregistrene har også plikt til å foreta skatterapportering.

Et annet unntak fra plikten til å bevare taushet om det registrerte er reglene om at det skal være allment innsyn i aksjeboken, jf. aktiebolagslagen (1975:1385) 3. kapittel 13 §. Aksjeboken skal ikke være eldre enn 6 måneder. Disse reglene gjelder både for aksjer i selskaper registrert i et verdipapirregister og for andre selskaper. Retten til innsyn gjelder imidlertid ikke identiteten til aksjonærer som eier mindre enn 500 aksjer i et registrert selskap som har mer enn én eier.

19.3 Utvalgets vurdering

19.3.1 Taushetsplikt

Et viktig utgangspunkt når det gjelder personvern er at den enkelte skal ha størst mulig kontroll og innflytelse over utleveringen og bruken av opplysninger om seg selv. Utgangspunktet bør derfor være vedkommende ikke skal ha plikt til å gi opplysninger om egne forhold, og dersom dette gjøres, at opplysningene behandles konfidensielt. Unntakene fra disse utgangspunktene krever en særskilt begrunnelse.

Ved erverv av finansielle instrumenter eller stiftelse av begrensede rettigheter, vil den enkelte erverver eller rettighetshaver måtte gi en del opplysninger til verdipapirregisteret eller til dets representanter. Dette vil først og fremst være opplysninger om hvilke rettigheter vedkommende har til registrerte finansielle instrumenter. Opplysninger om formuesforhold har tradisjonelt vært behandlet konfidensielt. Blant annet har banker og andre finansinstitusjoner en vidtgående taushetsplikt. Utgangspunktet om taushetsplikt for formuesforhold er blant annet begrunnet med at dette er opplysninger som vil kunne være forretningshemmeligheter, men også med at den enkelte av mer personlige årsaker kan ønske selv å bestemme hvem som skal få tilgang til disse opplysningene.

Taushetsplikt er etter det *utvalget* kjenner til også hovedregelen ved behandlingen av denne typen opplysninger i andre land. Det vil kunne ha stor betydning både for norske og utenlandske investors tillit til norske verdipapirregistre at denne taushetsplikten består, bl.a. fordi dette bidrar til beskyttelse av forretningshemmeligheter.

Av praktiske årsaker må det registreres visse opplysninger om kontohavers eller rettighetshavers person. Dette er nødvendig for å få en entydig identifisering av vedkommende og for å kunne kontakte vedkommende. Muligheten for korrekt rapportering til myndighetene tilsier også registrering av visse opplysninger om den enkelte kontohaver eller rettighetshaver. Etter gjeldende rett vil opplysninger som adresse, fødselsnummer og statsborgerskap være registrert i verdipapirregisteret, i tillegg til at f.eks. bankkontonummer skal registreres. Mange av disse opplysningene er ikke underlagt taushetsplikt, ettersom de er allment tilgjengelige. VPS har lagt til grunn at opplysningene ikke kan utleveres dersom dette er egnet til å røpe at det består et kundeforhold.

Utvalget har vurdert om hensynet til at det vanligvis er allment innsyn i rettsvernsregistre tilsier at opplysninger om eier- og rettighetsforholdene til registrerte finansielle instrumenter ikke skal være underlagt taushetsplikt. Særskilte hensyn gjør seg imidlertid gjeldende når det gjelder verdipapirregistre. *Utvalget* viser til det som ble uttalt i Ot.prp. nr. 83 (1984-85) side 41:

«En vil her peke på at de øvrige rettsvernregistre etablerer vern for rettsstiftelser i formuesgoder utenfor registrene, mens verdiene i VPS for så vidt bare vil kunne finnes i registrene. Det vil rent faktisk ikke være mulig å råde over et formuesgode utenfor et register i strid med eventuelle registrerte heftelser, noe som gjør at behovet for allment innsyn ikke vil være spesielt fremtredende når det gjelder VPS. Der som det gjøres feil vil VPS være erstatningspliktig».

Utvalget finner således at det fortsatt bør være taushetsplikt for verdipapirregistrene

19.3.2 De nærmere bestemmelser om taushetsplikt

Utvalget finner det klart at det fortsatt må gjelde en plikt for ansatte og tillitsvalgte til å bevare taushet om det de i kraft av sin stilling eller sitt verv i et verdipapirregister får vite om noens personlige eller forretningsmessige forhold. Denne taushetsplikten bør gjelde også etter at de har avsluttet sitt verv eller etter at ansettelsesforholdet er opphørt. Taushetsplikten bør utvides til å gjelde de som utfører arbeid eller oppdrag på vegne av et verdipapirregister, selv om vedkommende ikke er ansatt der. Verdipapirregistrene vil kunne ha behov for å benytte ekstern kompetanse. Det mest nærliggende eksemplet er at registeret lar andre institusjoner yte registreringstjenester overfor investorer og utstedere. Disse institusjonene vil i så tilfelle motta taushetsbelagte opplysninger fra sine kunder, og bør derfor ha plikt til å bevare taushet, selv om de ikke er omfattet av regler om taushetsplikt i annen lovgivning. Verdipapirregistrene vil også kunne ha behov for å benytte f.eks. konsulenter og håndtverkere eller for å få satt ut enkelte oppdrag til andre bedrifter. Det kan tenkes at disse under utførelsen av oppdraget må få tilgang til registrerte opplysninger. I tilfelle må også disse ha plikt til å bevare taushet om det de ev. måtte få vite under utførelsen av oppdraget. Regler med langt på vei tilsvarende innhold er gitt i verdipapirhandeloven § 9-8 og finansieringsvirksomhetsloven § 3-14.

Taushetsplikten bør gjelde alle opplysninger som kan spores til en bestemt person eller institusjon og som vedkommende ikke har gitt samtykke til offentliggjøring av. Taushetsplikten er etter gjeldende regler ikke til hinder for at opplysninger fra verdipapirregistrene benyttes til statistiske formål så lenge det ikke kan skje en identifisering av en enkelt institusjons eller persons forhold. At verdipapirregistrene kan utlevere opplysninger på aggregert nivå til statistiske formål vil for eksempel være viktig for Norges Bank og Statistisk Sentralbyrå. Blant annet vil det for utarbeidelsen av nasjonalregnskap være nødvendig at Norges Bank får stamdata til kartlegging av kapitalstrømmene. Taushetsplikten gjelder heller ikke opplysninger som er allment kjente. Etter *utvalget*s syn bør disse begrensninger i taushetsplikten videreføres. Utvalgets forslag til regler om taushetsplikt fremgår av lovforslaget § 10-1.

19.3.3 Innsyn

19.3.3.1 Generelt

Etter *utvalget*s forslag må unntak fra taushetsplikten følge av lov eller bestemmelse gitt med hjemmel i lov. Dette er i pakt med det som gjelder på andre områder av finansnæringen. Dette bør ikke være til hinder for at det kan gis samtykke til at verdipapirregistrene utleverer opplysninger. Dette kan for eksempel være aktuelt dersom det blir nødvendig med utlevering av opplysninger i forbindelse med et samarbeid med et annet verdipapirregister eller oppgjørssystem.

19.3.3.2 Faste opplysninger registrert om utstederne

Opplysninger som etter lov eller forskrift, ev. etter verdipapirregisterets utfyllende regler skal være registrert om utstederne, bør være offentlige med mindre annet er særskilt bestemt. Disse opplysningene vil ha en viktig informasjonsverdi for brukerne av registrene, og de vil ofte ha karakter av informasjon fra utsteder til markedet. Dessuten vil dette stort sett være tidligere offentliggjorte opplysninger. De vil ofte ha vært inntatt i prospekt, informasjon fra utsteder av derivatserier til markedet etc. Stamdata fra utstederkontoen er i dag tilgjengelig for de som har direkte tilknytning til VPS.

19.3.3.3 Innehavere av begrensede rettigheter

Utvalget går inn for at panthavere og innehavere av andre rettigheter skal ha rett til innsyn i de opplysninger som kan ha betydning for deres egne rettigheter, jf. lovforslaget § 1-2 tredje ledd. En panthaver som bare har pant i visse finansielle instrumenter registrert på kontoen kan etter forslaget ikke kreve opplysning om salg og pantsettelse av øvrige finansielle instrumentene registrert på kontoen. *Utvalget* kan ikke se at vedkommende har en berettiget interesse i et slikt innsyn. Innsynsretten etter forslaget vil dermed være snevrere enn etter gjeldende rett. Da vpsl. § 2-15 første ledd ble endret i 1992 var det imidlertid ikke adgang til pantsettelse av enkelte av de finansielle instrumentene som var registrert på en konto. En pantsettelse måtte derfor omfatte hele kontoen. Ved innføringen av adgangen til delpantsettelse i 1997, fremgår det ikke om spørsmålet om å begrense rettighetshaveres innsyn ved delpantsettelse ble tatt opp til vurdering under lovgivningsprosessen.

19.3.3.4 Obligasjonsutstederes rett til opplysninger om hvem som er vedkommendes långivere

Eiere av ihendehaverobligasjoner har tradisjonelt vært anonyme. Det er imidlertid med etableringen av verdipapirregistre blitt teknisk mulig å gi utstederne informasjon om hvem som til enhver tid eier de aktuelle ihendehaverobligasjonene. *Utvalget* har derfor vurdert om utsteder skal få en lovhjemlet rett til innsyn i eget kreditorregister. Situasjonen vil for så vidt bli parallell til bilaterale lån, der låntaker vanligvis vet hvem långiver er. Utsteder av aksjer og verdipapirfond har etter gjeldende rett innsyn i eierregistrene. For aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper følger dette direkte av at aksjeeierboken og aksjeeierregisteret er offentlige, jf. asl. § 4-6 og asal. § 4-5. For forvaltningselskaper følger det av at det er de som har ansvaret for føringen av andelseierregisteret, jf. vpfl. § 6-4 første ledd.

Opprinnelig var det i vpsl. § 3-3 annet ledd bestemt at «Obligasjonsutsteder skal ikke ha alminnelig adgang til informasjon som identifiserer de enkelte långivere.». Denne bestemmelsen ble opphevet i forbindelse med en revisjon av vpsloven i 1989. Det ble imidlertid ikke umiddelbart åpnet adgang for obligasjonsutsteder til å få opplysninger om obligasjonsinnehaverne. Isteden ble det gitt en forskriftshjemmel i vpsl. § 2-15 som ga departementet kompetanse til å gi nærmere regler om innsyn i VPS' registre, herunder om utstедernes tilgang til opplysninger om egne investorer. Hjemmelen har ikke blitt benyttet til å gi bestemmelser om innsyn for utstederne.

Kjennskap til långivernes identitet vil kunne gi utstederne mulighet til å kommunisere direkte med dem. De vil dermed kunne sende informasjon, rentebetalinger etc. direkte til långiverne uten at det er verdipapirregistrene som

må forestå selve utsendelsen. Dette kan gi mer fleksible løsninger for utstederne. Eksempelvis vil obligasjonsutstederne kunne kontakte obligasjonseierne direkte ved tilbakekjøp av obligasjoner med henblikk på nedskrivning av lånet. Utsteder vil ved slik direkte kontakt med låntaker ha mulighet for direkte forhandlinger med obligasjonseierne om bl.a. endrede rente- og tilbakebetalingsbetingelser slik det er i bilaterale låneforhold. Dette vil imidlertid i praksis måtte skje gjennom obligasjonslånets tillitsmann. Lånets tillitsmann vil ved tegningen ha fått fullmakt til å opptre på vegne av obligasjonseierne. Dersom det er innkalt til obligasjonseiermøte, vil dette ikke kunne treffe beslutninger som er egnet til å gi enkelte obligasjonseiere eller andre en urimelig fordel på andre obligasjonseieres bekostning. Er lånet notert på Oslo Børs, følger det av børsforskriften § 8-5 at det med unntak for visse statslån skal være en tillitsmann for lån med lengre løpetid enn 12 måneder. Dersom lånet ikke er børsnotert, vil det være opp til obligasjonsutsteder å avgjøre om tillitsmannsordningen skal benyttes. Er det ikke en tillitsmann for lånet, kan det tenkes at utsteder forhandler direkte med enkelte låntakere om endringer. *Utvalget* nevner imidlertid at en del investorer kan ha et ønske om å ikke få direkte henvendelser fra utstedere.

En annen fordel for obligasjonsutstederne er at de vil kunne få lavere kostnader ved senere låneopptak ettersom de kan rette tilbud til investorer som de vet tidligere har funnet deres obligasjoner interessante som investeringsobjekt. Dette kan f.eks. medføre at det ikke blir nødvendig å utarbeide prospekt etter verdipapirhandelloven ([Link til](#)) kap. 5. *Utvalget* legger dessuten vekt på at forvaltningsselskap for verdipapirfond har fullt innsyn i eget eierregister. Investorer i verdipapirfondsandeler eier en ideell andel i verdipapirfondet, jf. vpfl. § 3-1 første ledd. Verdipapirfondsandeler, spesielt i obligasjonsfond, kan imidlertid på mange måter sies å gi investor en fordring på utsteder, i likhet med obligasjoner. Dette gjelder særlig pga. forvaltningsselskapets plikt til å løse inn andelene i kontanter, jf. vpfl. § 6-8 første ledd. Det er dermed liten grunn til å behandle disse to tilfellene forskjellig.

Utvalget antar at obligasjonsutstedere ved å få innsyn i egen kredittmasse vil kunne få kunnskaper om investorforholdene i det norske obligasjonsmarkedet og til en viss grad til deres preferanser som ikke er allment tilgjengelig. Muligheten for at utstederne vil få en spesielt gunstig posisjon i markedet ble framhevet av flere høringsinstanser ved lovrevisjonen i 1989. Blant annet fordi en del utstedere selv er investorer i obligasjonsmarkedet, derunder kjøper tilbake obligasjoner de selv har utstedt, vil dette kunne være en fordel i forhold til andre markedsaktører. Dette gjelder særlig fordi obligasjons- og særlig sertifikatmarkedene for øyeblikket er svært lite likvide. *Utvalget* antar imidlertid at verdien av denne kunnskapen ikke vil være så stor at dette vil være et tungtveiende moment mot innsyn, særlig fordi mange av verdipapirforetakene har oversikt over en del av de investorene som handler i obligasjonsmarkedet.

Utvalget har etter en helhetsvurdering kommet til at obligasjonsutstederne bør få kjennskap til hvem som eier obligasjoner de har utstedt, jf. lovforslaget § 10-2 femte ledd.

19.3.3.5 Allment innsyn i eierforholdene til visse obligasjoner

Utvalget har vurdert om det bør åpnes for allment innsyn i hvem som eier posisjoner over en viss størrelse i obligasjoner utstedt av norske selskaper. Det er langt på vei de samme hensyn som taler for åpenhet omkring disse for-

hold som for aksjer, nemlig større åpenhet om de reelle maktforhold i norsk næringsliv. Investorene vil ved investeringsbeslutninger kunne ha nytte av å ha så fullstendig informasjon om selskapet som mulig. Også de ansatte i selskapet vil kunne ha et slikt ønske. Det er også andre som vil kunne ha en interesse i slike opplysninger, dette gjelder typisk pressen. En slik offentlighet vil imidlertid ikke gi et fullstendig bilde av hvem som vil ha en reell innflytelse i selskapet, ettersom det ikke er offentlighet om lån som ikke er registrert i verdipapirregistre. Det er naturlig å anta at långiver vanligvis vil ha en sterkere posisjon ved for eksempel ordinære banklån, enn ved obligasjonslån der mange långivere er involvert. Et annet argument er at det ikke er offentlighet om eierforholdene til obligasjoner i andre markeder *utvalget* kjenner til. Dette er f.eks. tilfelle i Danmark, Sverige og Finland. *Utvalgets flertall* foreslår desuten at det skal være adgang til forvalterregistrering, både for nordmenn og for utlendinger. Det vil derfor bare være de obligasjonseiere som ikke har valgt forvalterregistrering som eventuelt blir offentlig kjent.

19.3.3.6 Utvalgets vurdering av om verdipapirsentralloven § 2-15 annet ledd bør videreføres

Det følger av vpsl. § 2-15 at dersom noen med hjemmel i lov har krav på opplysninger i sitt arbeid og opplysningene finnes i VPS' registre, kan det kreves at VPS stiller opplysningene til rådighet uten hinder av taushetsplikten. Denne bestemmelsen gir bl.a. myndigheter med kontroll- og tilsynsoppgaver rett til å kreve opplysninger fra VPS i samme utstrekning som de kan kreve slike opplysninger fra andre. VPS gir f.eks. Oslo Børs oversikt over handler foretatt av personer i innsidedeposisjon, jf. vphl. § 3-1, i medhold av denne bestemmelsen. Opplysningsplikten etter vphl. § 3-1 påhviler investor.

Utvalget viser til at verdipapirregistrene etter forslaget skal drive registreringsvirksomhet på alminnelig forretningsmessig basis. *Utvalget* mener likevel at «myndighetene» som nevnt ovenfor fortsatt bør ha anledning til å innhente de aktuelle opplysningene hos verdipapirregistrene.

19.3.3.7 Betaling for utlevering av opplysninger

Utvalget har vurdert i hvilken grad verdipapirregistrene bør kunne kreve vederlag for utlevering av registrerte opplysninger. *Utvalget* finner at utgangspunktet er at det bør kunne kreves betaling for slike opplysninger. Verdipapirregistrene skal drives på kommersielle vilkår, og en omfattende plikt til å utlevere opplysninger uten vederlag vil kunne være uheldig for mulighetene til konkurranse med utenlandske verdipapirregistre, ettersom informasjonssuthenting kan kreve tildels store ressurser.

Det følger imidlertid ofte av annen lovgivning at opplysninger skal gis vederlagsfritt. Blant annet har det blitt lagt til grunn at VPS ikke kan kreve vederlag for utlevering av opplysninger etter ligningsloven § 6-5. Disse opplysningene må gis i en form som gjør det mulig for ligningsmyndighetene å benytte dem til den kontrollen de er innhentet til. Derimot har Finansdepartementet antatt at det kan kreves vederlag for ytterligere prosessering av opplysningene som bare har til hensikt å lette kontrollen, jf. brev til Skattedirektoratet av 30. juni 1999. Dette er for øvrig den praksis VPS og Kredittilsynet har fulgt når det gjelder Kredittilsynets adgang til å kreve opplysninger. Utvalget foreslår at det ikke skal kunne kreves betaling for utlevering av opplysninger som offentlig myndighet har krav på i medhold av lov eller forskrift.

Kapittel 20

Erstatningsansvar

20.1 Innledning

En sikker omsetning av finansielle instrumenter forutsetter at en kan stole på de opplysninger som er registrert i et verdipapirregister. Dette gjelder både ved direkte omsetning av registrerte finansielle instrumenter og der registrerte finansielle instrumenter skal tjene som sikkerhet. For å oppnå en størst mulig grad av sikkerhet må for det første driften av et verdipapirregister være forsvarlig. Dette kan ivaretas ved regler om konsesjon. For det andre må registreringen i seg selv lede til rettsvirkninger. For det tredje må det være regler som sikrer at feil ved registrering ikke fører til økonomisk tap hos den som har handlet i tråd med de registrerte opplysninger. Dette kan ivaretas ved regler om erstatning til den som måtte lide tap.

Årsaken til at noen lider tap på grunn av feil i forbindelse med registreringen kan for eksempel være at en rettighet ikke blir registrert, eller at vedkommende stoler på det som er registrert, og at dette siden av en eller annen grunn viser seg ikke å være holdbart. Dette kan skyldes en feil hos den som foretar registreringen, eller at mangler ved det underliggende forhold kan gjøres gjeldende, for eksempel forfalskning og grov tvang, med den følge at en godtroende tredjemann lider tap.

20.2 Gjeldende rett

20.2.1 Ansvarssubjekt

I henhold til vpsl. § 7-1 er:

«Verdipapirsentralen (..) uten hensyn til skyld erstatningspliktig for tap som følge av feil i forbindelse med registrering, endring eller sletting av en rettighet. Har skadelidte selv forsettlig eller uaktsomt forårsaket feilen, kan erstatningen nedsettes eller bortfalle.

Verdipapirsentralen kan kreve hel eller delvis regress hos den som har forårsaket eller medvirket til den feil som førte til erstatningen, med mindre denne kan godtgjøre at feilen ikke kan lastes ham.»

Det er altså VPS som på sentralens enerettsområde hefter utad som ansvarssubjekt, uavhengig av hvor i systemet feilen har oppstått. Skadelidte kan kreve erstatning fra VPS, selv om ansvaret til slutt plasseres hos en annen, f.eks. en kontofører. VPS må ev. søke regress hos denne skadevolder.

Hensynene bak dette er først og fremst hensynet til skadelidte, som kan ha vanskeligheter med å finne ut hvor feilen skriver seg fra. I Ot.prp. 83 (1984-85) heter det blant annet (side 51):

«I et desentralisert system vil det som måtte forekomme av feil i en del tilfelle ha oppstått hos en kontofører eller megler. Et spørsmål som derfor må reguleres er hvorvidt sentralen skal være ansvarlig overfor

den som har lidt tapet, eller om denne skal være henvist til å kreve den aktuelle kontofører eller megler. Plasseres ansvaret i første omgang hos den som har forårsaket skaden, tvinges skadelidte til å identifisere feilen. Dette kan være urimelig vanskelig for skadelidte, og ansvaret bør derfor samles hos sentralen, slik at skadelidte kan holde seg til VPS uansett hvor feilen har oppstått. Sentralen kan eventuelt kreve regress hos den som har begått feilen, dersom dette kan påvises.»

20.2.2 Ansvarsgrunnlag

Det følger av vpsl. § 7-1 at VPS hefter på objektivt grunnlag:

«Verdipapirsentralen er uten hensyn til skyld erstatningspliktig for tap som følge av feil i forbindelse med registrering, endring eller sletting av en rettighet.»

Begrunnelsen for dette følger av forarbeidene. Det heter i Ot. prp. nr. 83 (1984-85) (side 51):

«Et normalt skyldansvar vil medføre at den som har lidt et tap må påvise uaktsomhet hos den han mener er ansvarlig. En investor eller den som har stolt på registrerte opplysninger vil ha vanskelig for å kunne påvise dette i forhold til VPS. <...>

For å etablere tilstrekkelig sikkerhet i systemet, bør sentralen være ansvarlig selv om det ikke kan påvises skyld. Det må være tilstrekkelig at det påvises et økonomisk tap som kan tilbakeføres til en feilregistrering. Sentralen vil ha enerett til en rekke registreringsforretninger, og de som direkte eller indirekte gjør bruk av sentralens tjenester vil måtte kunne stole på registreringssystemet. Sentralen må kalkulere inn risiko og fordele risikoen blant deltagerne, eventuelt også dekke risikoen helt eller delvis gjennom en ansvarsforsikring.»

20.3 Utenlandsk rett

20.3.1 Ansvarssubjekt

20.3.1.1 Dansk rett

Etter den danske værdipapirhandelloven § 80 er et verdipapirregister erstatningspliktig for tap som følge av feil i forbindelse med registrering, endring eller sletting av rettigheter på konti i sentralen, selv om feilen er hendelig.

Verdipapirregisteret er likevel ikke ansvarlig hvis feilen kan tilbakevises til en kontofører: «Kan fejlen henføres til et kontoførende institut, påhviler erstatningsplikten dog dette, jf § 81». Det framgår av § 81 stk. 1 at:

«Et kontoførende institut er erstatningspliktig for tab som følge av egne fejl i forbindelse med indrapportering til registrering, ændring eller udslettelse af rettigheder på konti i en værdipapircentral eller udbetalinger herfra, selv om fejlen er hændelig.»

Etter dansk rett er altså verdipapirregisteret ansvarlig for tap som skriver seg fra feil hos registeret og for anonyme feil, og kontoførerne er ansvarlige for tap som skriver seg fra feil hos dem.

Verdipapirregisteret er i tillegg ansvarlig for tap hos en godtroende tredjemann som lider tap ved at vedkommende ikke erverver eller ved at vedkommende mister sin rett over finansielle instrumenter fordi innsigelsen om at

avtalen er ugyldig som følge av «falsk eller voldelig tvang» ikke ekstingveres, jf. § 80 stk 2.

20.3.1.2 Svensk rett

Etter den svenske kontoföringslagen 7. ([Link til](#)) kap. 1 § er verdipapirregisteret erstatningsansvarlig overfor rette eier for tap vedkommende lider som følge av at innsigelsen om forfalskning ved det underliggende forhold ikke slår gjennom (ekstingveres).

Etter 7. ([Link til](#)) kap. 2 § er verdipapirregisteret ansvarlig overfor eieren av et finansielt instrument for feil i registeret, og kontoførerne er ansvarlige dersom feilen kan tilbakeføres til dem. I sistnevnte tilfelle er verdipapirregisteret solidarisk ansvarlig med kontoføreren. En skadelidt vil dermed kunne rette sitt erstatningskrav til verdipapirregisteret, hvis ansvar er begrenset til SEK 5 millioner for «varje skadefall». Registeret vil igjen kunne kreve erstatning fra kontoføreren som følge av solidaransvaret.

20.3.2 Ansvarsgrunnlag

20.3.2.1 Dansk rett

I Danmark gjelder et objektivt ansvar både for et verdipapirregister som er ansvarlig for egne feil og anonyme feil, og for et kontoførende institutt som er ansvarlig for egne feil. Ved siden av det særlige objektive ansvaret gjelder i følge forarbeidene, jf. Folketingstidende 1995/96 Tillæg A Bind II (side 2022), dansk retts alminnelige erstatningsregler.

20.3.2.2 Svensk rett

I Sverige gjelder et kontrollansvar, jf. kontoföringslagen 7 ([Link til](#)) kap. 2 §, som har denne ordlyden:

«För skada som tillfogas en ägare av ett finansiellt instrument till följd av en oriktig eller missvisande uppgift i ett avstämmingsregister eller i annat fall genom fel i samband med uppläggning eller förande av ett sådant register svarar den centrala värdepappersförvararen eller, om felet kan hänföras till ett kontoförande institut, institutet. Ersättningsansvar gäller dock inte om den centrala värdepappersförvararen respektive det kontoförande institut visar att felet beror på en omständighet utanför dess kontroll vars följder inte skäligan kunde ha undvikits eller övervunnits».

20.4 Utvalgets vurderinger

20.4.1 Ansvarssubjekt

Utvalget har vurdert ulike hensyn som gjør seg gjeldende.

Hensynet til skadelidte må fortsatt være et relativt tungtveiende hensyn. En som lider tap ved at vedkommende har handlet i tråd med opplysninger som fremgår av registeret, bør ikke pålegges en omfattende undersøkelsesplikt for å identifisere hvor feilen skriver seg fra. Dette taler for at det fortsatt skal være verdipapirregisteret som hefter utad som ansvarssubjekt, uansett hvor feilen måtte skrive seg fra.

På den annen side kan det hevdes at det vil være urimelig om et verdipapirregister skal hefte utad som ansvarssubjekt for feil som ikke skriver seg til-

bake til registeret selv, for eksempel feil som skyldes andre aktører i verdipapirkjeden. Dette vil imidlertid til en viss grad avhjelpes med adgangen et register har etter de vanlig regler til å kreve regress hos den som har begått feilen. På den annen side vil dette kunne medføre økt arbeidsbyrde, da registeret må foreta undersøkelser for å finne ut hvor feilen skriver seg fra.

Et annet moment er hensynet til hvem som er nærmest til å pålegges en undersøkelsesplikt. Det er neppe tvilsomt at et register, som påtar seg å føre opplysninger som i stor grad gis positiv så vel som negativ troverdighet, generelt er nærmere til å finne ut hvor feilen skriver seg fra enn en som handler ut fra opplysningene registeret gir uttrykk for.

I tillegg kommer hensynet til hvem som er nærmest til å bære risikoen. Det vil i enkelte tilfeller kunne være vanskelig for et register å finne ut hvor feilen skriver seg fra, men et register må sies å være nærmere til å bære risikoen for tap som følge av feil ved registrering enn en som handler i tro til registeret. *Utvalget* går i pkt. 16.5 inn for å oppheve ordningen med obligatoriske kontoførere. Det kan da anføres at dersom et register velger å benytte eksterne registreringsmedhjelpere, må det selv bære risikoen for dennes handlinger, i alle fall overfor en skadelidt.

I tillegg kommer pulveriseringsadgangen. Registeret kan kalkulere inn risiko og fordele denne blant deltagerne i systemet ved å ta hensyn til dette ved prisfastsettingen. Det kan dessuten dekke risikoen helt eller delvis gjennom ansvarsforsikring.

Et siste moment som kan nevnes, er risikoen ved konkurs. Hvis den institusjon som har påtatt seg oppgaver i forbindelse med registrering er skadevolder, og denne går konkurs, vil dette medføre en relativt stor grad av usikkerhet for skadelidte. Det vil i så tilfelle være gunstig for skadelidte at verdipapirregisteret er ansvarssubjekt. På den annen side kan det hevdes å være urimelig om registeret skulle bli erstatningsansvarlig for tap som følge av at en annen markedsaktør går konkurs. Imidlertid går *utvalget* som nevnt inn for å oppheve ordningen med obligatorisk bruk av kontoførere, og da må registeret selv anses å være nærmere til å bære risikoen for dette enn en skadelidt, da registeret selv velger om og i så fall hvem det vil bruke som registreringsmedhjelper.

Det er enighet i *utvalget* om at dagens regel i all hovedsak skal videreføres, slik at et verdipapirregister vil være ansvarssubjekt innenfor området rettighetsregistrering. Verdipapirregisteret vil da hefte for tap uansett hvor i systemet feilen har oppstått.

Utvalget foreslår ingen særregel om regress for et register dersom feilen som har utløst tapet kan tilbakevises til en registreringsmedhjelper. Dette vil partene selv kunne avtaleregulere. I mangel av avtale er en henvist til de alminnelige erstatningsregler om regress.

20.4.2 Ansvarsgrunnlag

Utvalget har vurdert ulike hensyn som gjør seg gjeldende.

Hensynet til skadelidte er sentralt. Dette må fortsatt være et tungtveiende hensyn. En investor eller en annen som har stolt på registrerte opplysninger vil ofte ha vanskeligheter med å påvise uaktsomhet hos den vedkommende mener er ansvarlig. Dette momentet taler for å videreføre et objektivt ansvar, i alle fall for de typer feil det er viktigst at investor blir beskyttet mot. Dette vil i første rekke dreie seg om tilfeller der opplysningene i registeret ikke stemmer overens med det som er anmeldt. I tillegg bør det være en høy grad av beskyttelse mot anmeldelser fra noen som ikke er berettiget til det og der reg-

istrering er foretatt i strid med reglene for prioritet. Det anses nærliggende at disse typer feil er omfattet av et objektivt ansvar.

Et annet moment er betydningen av at VPS' enerett foreslås avvirket. Et hensyn som er fremme i Ot.prp. nr. 83 (1984-85) (side 51) er at VPS vil ha enerett til en rekke registreringsforretninger, og at de som gjør bruk av tjenestene vil være tvunget til å stole på registreringssystemet. Det kan hevdes at en omorganisering/opphevelse av eneretten gjør at det ikke faller like naturlig med et rent objektivt ansvar. Når det foreligger valgfrihet mht. kontraktsmotpart, er det mer nærliggende at det også på dette området blir en balanse i avtaleforholdet. Om det imidlertid likevel skulle bli en situasjon med et faktisk monopol, gjør ikke dette hensynet seg særlig gjeldende. Ut fra et balansomoment kan man si at et rent objektivt ansvar virker særlig strengt for den ene parten, her verdipapirregisteret.

Imidlertid vil det ikke foreligge valgfrihet mht. verdipapirregister for investor. Investor må registrere sitt erverv i det registeret hvor utsteder er registrert. Det må antas mest nærliggende at en ev. feil ved registreringen i første rekke vil ramme investor og ikke utsteder. Det er dermed lite som tilsier at dette momentet skal få særlig vekt.

Et annet sentralt moment er at reglene ikke bør utformes slik at de er til hinder for virksomhet som verdipapirregister. Ansvaret bør ikke være så vidt at ingen ønsker å drive denne type virksomhet.

Noen typer feil vil det som ovenfor nevnt være naturlig å henføre til et objektivt ansvar. Dette ut fra hensynet til at et verdipapirregister er nærmere til å bære risikoen for dem enn en skadelidt er til å påvise uaktsomhet. Når det gjelder tap som følge av at opplysningene i registeret ikke stemmer overens med det som er anmeldt, anmeldelser fra noen som ikke er berettiget til det og av at registrering er foretatt i strid med reglene for prioritet, går *utvalget* inn for et rent objektivt ansvar.

For tap noen påføres som følge av driftsavbrudd og andre forstyrrelser i et registers virksomhet, går *utvalget* inn for et kontrollansvar (objektivt ansvar med unntak for visse tilfeller). Som utgangspunkt vil et register da være erstatningsansvarlig. Imidlertid er det for slike hendelser grunn til å nyansere. Dersom avbruddet skyldes forhold som kan anses å være utenfor registerets kontroll, bør ikke et påfølgende tap være omfattet av et rent objektivt ansvar. Eksempler på slike forhold kan være krig, naturkatastrofer eller alvorlige brann- og eksplosjonsulykker som rammer registerets virksomhet. Det samme kan gjelde myndighetstiltak. Når det gjelder streik, kan det være hensiktsmessig å videreføre det som antas å være ordningen etter kjøpsloven. Dersom det dreier seg om streik og andre arbeidskonflikter som ledd i generelle lønnsforhandlinger i bransjen, antas dette å ligge utenfor selgerens kontroll, og ikke omfattet av det objektive ansvaret. Dreier det seg om streik utløst på grunn av tariffstridige forhold ved vedkommende virksomhet, antas dette å ligge innenfor selgerens kontroll, og omfattet av det objektive ansvaret. Regelen for slike forhold blir da at registeret er ansvarlig med mindre det kan godtgjøre at avbruddet mv. skyldes forhold utenfor dets kontroll. Imidlertid må en til en viss grad kunne kreve at et register har backupsystemer som kan avhjelpe i alle fall en del av de nevnte situasjoner. *Utvalget* går derfor inn for at ansvarsfritaket kun skal gjelde dersom registeret har gjort det som med rimelighet kan forventes for å unngå eller overvinne følgene av driftsavbruddet mv. Når det gjelder den nærmere grensedragningen for hva som skal anses innenfor og utenfor den erstatningsansvarliges kontroll, antas det at

kjøpsloven med forarbeider og rettspraksis og nyere kontraktslovgivning vil kunne være retningsgivende.

Imidlertid kan det tenkes at også andre forhold kan føre til økonomisk tap. Dette kan for eksempel være at registerets innhold ikke stemmer overens med de reelle rettsforhold. *Utvalget* går derfor inn for å innføre en regel om at registeret er erstatningsansvarlig for tap som skyldes andre forhold dersom det er utvist uaktsomhet hos noen som registeret svarer for. Et eksempel kan være at utsteder av et registrert finansielt instrument kan gjøre gjeldende innsigelsen grov tvang mot godtroende cesjonar/investor, som følgelig vil lide tap, fordi vedkommende ikke får den retten som følger av registeret. Skadelidte kan ikke kreve utsteder. Det objektive ansvaret, vil etter det *utvalget* går inn for, ikke dekke dette tilfellet. Det vil også være både urimelig og unaturlig å si at dette skyldes forhold innenfor sentralens kontrollsfære. Er det utvist uaktsomhet i forbindelse med registreringen, vil skadelidte kunne kreve erstatning, forutsatt at de øvrige vilkårene er oppfylt.

20.5 Answarets omfang

20.5.1 Beløpsbegrensning

Etter gjeldende rett er det ingen beløpsbegrensning for VPS' objektive ansvar. I Ot.prp. nr. 83 (1984-85) heter det (side 51):

«De samme grunner som taler for at ansvaret skal være objektivt taler for at det ikke skal begrenses. Sentralen vil være nærmere til å dekke tapet enn den som tilfeldig blir rammet av tapet. Det foreslås derfor ingen beløpsbegrensninger i ansvaret.»

I svensk rett er det for verdipapirregisterets solidaransvar med kontoførerne satt en beløpsgrense på SEK 5 millioner for «varje skadefall», jf. kontoföringslagen 7. ([Link til](#)) kap. 2 §. Dersom feilen henføres til verdipapirregisteret selv, gjelder det imidlertid ingen beløpsbegrensning for verdipapirregisterets ansvar. Etter den danske værdipapirhandelloven er det en beløpsgrense på DKK 500 millioner for «samme feil», jf. § 80 stk. 4 og § 81 stk. 3. Denne beløpsbegrensningen gjelder uavhengig av om verdipapirregisteret eller kontoføreren er ansvarlig. I følge forarbeidene gjelder det imidlertid ingen slik beløpsgrense hvis det ilegges erstatningsansvar etter dansk retts alminnelige erstatningsregler. Disse reglene gjelder ved siden av det særlige objektive ansvaret.

Et hensyn som taler for beløpsbegrensning er at for de tilfeller ansvaret er objektivt, bør det begrenses i omfang ut fra hensynet til den erstatningspliktige. Registeret får dermed et bedre grunnlag for å beregne sitt økonomiske fundament. Dette antas å ha betydning for blant annet forsikringsbetingelser.

Et hensyn som taler mot en beløpsbegrensning, er at risikoen for at store tap skal oppstå synes relativt liten. Driftssystemene for dagens registrering-sordning fremstår som sikre, og VPS har ikke utbetalt erstatning i særlig omfang hittil. Likevel vil det alltid være en viss risiko forbundet med registrering av finansielle instrumenter. Med verdier i en slik størrelsesorden som verdipapirregistrene opererer med, vil en feil kunne utløse relativt store tap. Erstatningsreglene bør derfor ikke utformes på en slik måte at de hindrer virksomhet som verdipapirregister.

Etter *utvalgets* syn bør det innføres en beløpsbegrensning for verdipapirregisterets erstatningsansvar. Hensyntatt blant annet dagens forsikringsordninger, bør denne settes til kr 500 millioner for samme feil.

Utvalget har drøftet om denne beløpsbegrensningen bør fremgå av lov, forskrift, vedtekter eller registerets regler. Siden det dreier seg om et marked i rask endring, kan grunner tale for at en beløpsbegrensning bør fremgå av forskrift, vedtekter eller verdipapirregisterets regler, ettersom det i disse tilfellene vil være en mindre omfattende prosess å endre reglene enn dersom de følger direkte av loven. Imidlertid er hensynet til forutberegnelighet så tungtveiende, at utvalget går inn for at beløpsbegrensningen fremgår av lov om registrering av finansielle instrumenter.

Utvalget er av den oppfatning at beløpsbegrensningen kun bør gjelde innenfor områdene med objektivt erstatningsansvar og kontrollansvar. Ved tap som skyldes uaktsomhet bør hensynet til skadelidte veie tyngst, og utvalget går ikke inn for noen beløpsgrense her.

20.5.2 Begrensning i ansvaret ut fra sontringen direkte/indirekte tap

Ansvaret vil kunne begrenses ut fra de vanlige regler om adekvat årsakssammenheng og skadelidtes plikt til å begrense sitt tap.

Utvalget har vurdert hvorvidt det vil være hensiktsmessig å lovfeste regler om ansvarsbegrensning ut fra normer om adekvat årsakssammenheng, ved å sonde mellom direkte og indirekte tap hvoretter skadelidte bare får dekket sitt direkte tap der tapet er omfattet av registerets objektive ansvar, kontrollansvaret og vanlig (simpel) uaktsomhet. Skal skadelidte i tillegg få dekket sitt indirekte tap, må dette være som følge av forsett eller grov uaktsomhet. Fordelen med en slik løsning er at det relativt klart vil fremgå hvilke tapsposter som blir erstattet. Regnes tapsposten for å være direkte etter en eventuell lovregulering, er det ikke nødvendig å gå inn på en nærmere vurdering av adekvansen ut over det som følger av regelen.

Et sentralt hensyn for å begrense ansvaret på denne måten, er at et verdipapirregister ikke kan antas å kjenne til alle bakenforliggende omstendigheter som kan føre til at det økonomiske tapet blir av et visst omfang. Det kan tenkes at et finansielt instrument inngår i en større transaksjon som representerer verdier av en størrelsesorden som et verdipapirregister ikke ville ha muligheter til å forutse. På den annen side kan det hevdes at dette er noe et register bør ta i betraktning, nettopp på grunn av de finansielle instrumenters karakter.

Utvalget nevner at i Sverige har man innført en slik begrensning, jf. kontoföringslagen 7. ([Link til](#)) kap. 2 §, hvoretter indirekte tap kun erstattes dersom tapet beror på uaktsomhet av verdipapirregisteret eller en kontofører:

«Indirekt förlust ersätts endast om den beror på försummelse av den centrala värdepappersförvararen eller det kontoförande institutet.»

Motivene til denne bestemmelsen (jf. prp. 1997/98:160 side 134) viser til den svenske kjøpsloven § 67 og dens definisjon av indirekte tap, hvor det blant annet fremgår at dette er:

«...förlust till följd av minkning eller bortfall av produktion eller omsättning, annan förlust till följd av att varan inte kan utnyttjas på avsett sätt, utebliven vinst till följd av att ett avtal med tredje man har fallit bort eller inte blivit riktig uppfyllt, och annan liknande förlust, om den varit svår att förutse.»

Motivene drøfter videre de ovennevnte hensyn, og konkluderer med (side 135):

«Mot denna bakgrund synes övervägande skäl tala för att följa köplagens princip och att således införa en uttrycklig regel om att indirekta förluster ersätts endast vid försumelse. En ordning enligt vilken sådana förluster täcks av kontrollansvaret synes alltför vanskelig och svårförutserbar. Dessutom kan inte bortses från de risker en sådan ersättningsregel skulle kunna innebära mot bakgrund av de stora värden som det kan bli fråga om.»

Av nyere lovgivning vises også til lov av 25. juni 1999 nr. 46 om finansavtaler og finansoppdrag (finansavtaleloven). Her sondres det mellom direkte og indirekte tap. Når det gjelder feilaktig belastning av konto, plikter institusjonen «uten hensyn til skyld å erstatte rentetap og annet direkte tap», jf. finansavtaleloven § 32 (2). Av samme bestemmelse tredje ledd heter det: «For indirekte tap svarer institusjonen etter alminnelige erstatningsregler». Om dette heter det i NOU 1994: 19 blant annet (side 142):

«Dette innebærer at erstatningsansvaret vil være avhengig av at belastningen har skjedd ved uaktsomhet eller forsett, at kontohaveren har lidt økonomisk tap og at det foreligger årsakssammenheng mellom institusjonens handling og tap. For konsekvenstap vil det f.eks. måtte kreves at kontohaverens tap var en påregnelig følge av institusjonens handling».

Når det gjelder forsinkelse av betalingsoverføringer er institusjonen objektivt ansvarlig for betalingsmidler fra det tidspunkt de er stilt til disposisjon for betalingsoppdraget og frem til betaling anses for å ha kommet frem til mottakeren, jf. finansavtaleloven § 40. Institusjonen er videre objektivt ansvarlig for rentetap som betaleren eller mottakeren har lidt som følge av forsinkelsen, jf. finansavtaleloven § 41 (1).

Institusjonene er videre etter finansavtaleloven § 42 (1) ansvarlige for annet direkte tap som betaleren eller mottakeren lider som følge av forsinkelsen. Bestemmelsen nevner kurstap, inkassogebyrer o.l. I NOU 1994: 19 (side 152) nevnes også «utgifter for å klargjøre de faktiske forhold».

I finansavtaleloven § 42 (3) heter det: «For indirekte tap som betaleren eller mottakeren har lidt, er institusjonen ansvarlig dersom tapet er voldt ved grov uaktsomhet eller forsett fra institusjonens side». Om dette heter det i NOU 1994:19 blant annet (side 154):

«Tredje ledd omhandler institusjonenes ansvar for indirekte tap (konsekvenstap) <...> Med indirekte tap menes mer fjerntliggende konsekvenser av betalingsforsinkelsen enn rentetap og annet direkte tap. Konsekvenstap vil for eksempel kunne omfatte erstatning for tap mottakeren lider ved ikke å ha fått kapitalen til disposisjon eller tap betaleren påføres som følge av at en kontrakt heves».

Utvalget foreslår at et verdipapirregister skal ha et objektivt ansvar for visse typer feilregistreringer. Etter utvalgets mening bør imidlertid det objektive ansvaret begrenses på samme måte som i finansavtaleloven. Det objektive ansvaret for feilregistreringer vil således bare omfatte investors direkte tap. Også der ansvarsgrunnlaget er kontrollansvar og vanlig (simpel) uaktsomhet, vil det bare være det direkte tapet som kan kreves dekket. Dersom registeret

har forvoldt tapet ved forsett eller grov uaktsomhet, kan investor også kreve det indirekte tapet dekket i henhold til alminnelige erstatningsrettslige regler.

Som direkte tap regnes kurstap, ekstra kurtasjeutgifter, utgifter for å påvise feilen og lignende, som investor påføres som en direkte følge av feilregistreringen. Som indirekte tap regnes mer fjerntliggende konsekvenser av feilen, slik som tap av stemmerett og konsekvenser av dette, tap som følge av at investor ikke kan låne ut verdipapirer og lignende.

20.6 Reduksjon eller bortfall av erstatning på grunn av skadelidtes medvirkning

Etter gjeldende rett kan erstatningen nedsettes eller bortfalle dersom skadelidte selv forsettlig eller uaktsomt har forårsaket eller medvirket til feilen, jf. vpsl. § 7-1 første ledd annet pkt.

Ot.prp. nr. 83 (1984-85) (side 52) nevner som eksempler på dette at kontohaver har utstyrt andre med legitimasjon eller har gitt misvisende eller mangelfulle opplysninger i forbindelse med registreringen.

Utvalget går inn for å videreføre denne regelen, og bemerker at loven må suppleres av alminnelige erstatningsrettslige regler. Det vises til skadeserstatningsloven § 5-1 annet ledd, hvorefter det også regnes som medvirkning når skadelidte har latt være i rimelig utstrekning å fjerne eller minske risikoen for skade eller etter evne å begrense skaden.

20.7 Behandling av erstatningssaker

Etter gjeldende rett skal krav om erstatning behandles etter klagereglene i vpsl. § 6-3, jf. vpsl. § 7-2. Det vises til *utvalgets* redegjørelse for klagereglene i pkt. 21. Det fremgår videre av vpsl. § 7-2 at dersom erstatningskravet er begrunnet i feil som skyldes en bruker som nevnt i vpsl. ([Link til](#)) kap. 3 (kontofører eller megler), skal kravet fremmes gjennom denne brukeren. Brukeren kan selv velge å dekke kravet eller tilby en erstatning.

I Ot.prp. nr. 83 (1984-85) (side 52) heter det:

«Det foreslås at erstatningskrav skal fremmes gjennom den bruker skadelidte hadde kontakt med da feilen oppsto. Dette kan være en megler eller en kontofører. Denne vil så kunne vurdere kravet før det sendes videre til VPS.»

Utvalget går i pkt. 21.3 inn for å videreføre dagens ordning med en særskilt klageordning for verdipapirregistre, men med enkelte endringer i reglene på bakgrunn av at utvalget går inn for at systemet med kontoførere ikke lenger skal være obligatorisk. Det heter i pkt. 21.3:

«Som følge av dette foreslår *utvalget* at klage skal fremsettes overfor registeret og at registeret selv kan ta klagen til følge eller fremsette forslag til løsning overfor klageren.»

Det pekes i pkt. 21.3 på at en egen klageordning fortsatt vil kunne være mer effektivt og gi en enklere og raskere behandling av eventuelle klager enn domstolsbehandling. Disse hensynene antas også å gjøre seg gjeldende for erstatningssaker.

Etter *utvalgets* syn bør erstatningskrav fortsatt behandles etter reglene for klagebehandling. På bakgrunn av at utvalget går inn for å oppheve den obligatoriske ordningen med kontoførere, bør regelen om hvem et erstatningskrav skal fremmes gjennom endres. *Utvalget* foreslår at erstatningskrav skal fremsettes overfor registeret.

Kapittel 21

Klage

21.1 Gjeldende rett

21.1.1 Innledning

Gjeldende vpslov ([Link til](#)) kapittel 6 har regler om klage over registrering. Det følger av § 6-1 første ledd at «avgjørelser truffet av en kontofører eller av Verdipapirsentralen kan bringes inn for en klagenemnd». Klageretten antas også å gjelde for avgjørelse truffet av «megler», jf. ordlyden i § 6-3 første ledd. Det er en forutsetning for klagen at vedkommende klager har «rettslig klageinteresse» jf. § 6-2 første ledd. Om «rettslig klageinteresse» foreligger må avgjøres konkret i det enkelte tilfelle. *Utvalget* antar at man i vurderingen vil hente momenter fra den tilsvarende vurdering av forvaltningsloven § 28 og fra tolkningen av tvistemålsloven § 54, jf. § 53. Dette er også forutsatt i forarbeidene jf. Ot.prp. nr. 83 (1984-85) side 50.

21.1.2 Avgjørelser som kan påklages

Gjeldende regler inneholder ingen klar avgrensning av hvilke avgjørelser mv. som kan bringes inn for klagenemnden. Av § 4-5 annet ledd fremgår det at nekting av registrering kan påklages. Om begrunnelsen for å kunne påklage avgjørelse om å nekte en registrering heter det i Ot.prp. nr. 83 1984-85 blant annet (side 49):

«Dersom en begjæring om registrering blir avvist, ser en et klart behov for en klageadgang. En avvisning kan godt være vel begrunnet, for eksempel fordi den det gjelder ikke er legitimert til å disponere over den aktuelle konto, men det kan også tenkes tilfeller hvor rettsforholdet er mer uklart. Det er derfor ikke tvil om at registreringsnektelser må kunne påklages.»

Også avgjørelser om å foreta registrering vil kunne påklages. Om dette heter det i proposisjonen (side 49):

«Også positive avgjørelser, om registrering av rettsstiftelser, må kunne påklages. Får en person registrert en rettsstiftelse, kan dette føre til at en annens rett blir fortrent. Dersom noen for eksempel har registrert en begrenset rettighet til en konto, må kontoinnehaver kunne påklage denne avgjørelse.»

Videre vil ikke bare «avgjørelser», men også der det er feil ved selve registreringen kunne påklages. Som eksempel på en slik sak som klagenemnden har behandlet kan nevnes et tilfelle der kontofører ikke hadde registrert nøyaktig adresse for investor, slik at vedkommende investor ikke mottok et tilbud om emisjon i tide, jf. asal. § 10-4 (1), jf. § 10-1 (2) nr. 5.

Avgjørelser som ikke er truffet av kontoførerne, men av VPS selv, vil også kunne påklages. I siste instans vil klagenemnden selv avgjøre hvorvidt klagen skal behandles eller ikke, jf. § 6-2 annet ledd. Det er videre uttrykkelige hjem-

ler for at klagenemnden kan behandle klage på VPS' styres avgjørelse av hvem som skal anses for stor investor i forhold til bestemmelsen i § 3-5, jf. bestemmelsens siste punktum, og uenighet om avtalevilkår i tilknytningsavtalen mellom VPS og den enkelte bruker, jf. § 3-7 siste ledd. Etter § 7-2 skal krav om erstatning etter § 7-1 behandles etter klagereglene i § 6-3. I forarbeidene er det derimot forutsatt at konflikter med utgangspunkt i det underliggende rettsforhold skal behandles av domstolene.

21.1.3 Klagebehandlingen

«Klage over avgjørelse truffet av en kontofører eller megler fremsettes overfor den kontofører eller megler som traff den avgjørelse som påklages», jf. § 6-3 første ledd første punktum. Dersom klagen gjelder avgjørelse truffet av VPS, eller dersom det ikke lett kan påvises hvilken kontofører eller megler som traff avgjørelsen, fremsettes klagen overfor VPS. Klage må fremsettes innen tre uker fra den dag klageren har eller burde ha kjennskap til avgjørelsen. Den som mottar klagen kan velge å ta klagen til følge eller fremsette tilbud til løsning overfor klageren. Dersom dette ikke gjøres, skal klagen oversendes til behandling i klagenemnden. I forarbeidene er det forutsatt en relativt vid adgang til å rette feil. Om tilbud til klageren om løsning heter det i forarbeidene, jf. Ot.prp. nr. 83 1984-85 (side 64):

«Det kan tenkes situasjoner hvor det ikke lenger vil være mulig å rette en feil, selv om den er påvist. I slike tilfeller bør man kunne tilby en form for kompensasjon overfor den som klager. Dersom et slikt tilbud godtas, må klagesaken anses forlikt, og videre klagebehandling unødvendig.»

Etter vpsl. § 6-3 fjerde ledd kan klagenemnden etter begjæring fra klageren beslutte at klagen skal registreres på den konto klagen knytter seg til. Som begrunnelse for regelen heter det i Ot.prp. nr. 83 1984-85 (side 50):

«Ved tinglysning kan den som fremsetter klage kreve at klagen blir tinglyst dersom ikke tinglysningsdommeren tar den til følge. Ved slik tinglysning er registreringen knyttet til en bestemt eiendom, og den tinglyste klage hviler på eiendommen inntil den er avgjort. Dersom noen overtar eiendommen med den tinglyste klage, berører dette ikke klagen. Resultatet av klagebehandlingen kan også gjøres gjeldende mot nye eiere. Registrerte fondsaktiver er generisk bestemte ytelser, og det vil ikke være mulig å selge disse på en slik måte at heftelsene følger med over til den nye eier. Det må derfor enten skje en båndlegging av kontoen som hindrer kontohaver å disponere over den, eller at kontohaver kan disponere fritt.

Den som nektes registrering av en begrenset rettighet bør kunne kreve å få sitt registreringskrav anmerket, slik at dette kan gjøres gjeldende mot eventuelle senere begrensede rettigheter i samme konto. Derimot kan ikke hovedregelen være at man skal frata kontoinnehaveren rådigheten over konto i den periode det tar å behandle en klage. Da ville man kunne sperre andres konti ved å fremsette sjikanøse registreringskrav med påfølgende nektelse. I stedet foreslås at klageorganet kan foreta en registrering dersom en finner at det kan være grunn for klagen. Dette vil i noen grad tilsvare reglene om å gi klage oppsettende virkning i forvaltningsloven § 42. Klagenemnden kan i så fall kreve at det stilles sikkerhet for eventuelt tap.»

Etter § 6-4 skal melding om at en avgjørelse er påklaget sendes alle med registrerte rettigheter i den konto klagen gjelder, samt registrerte rettighetshavere og de som har opptrådt som part i klagesaken når denne er avgjort.

21.1.4 Klageorgan

Klager fremsatt etter reglene i vpsl. §§ 6-1 og 6-2 behandles som nevnt av VPS' klagenemnd. I Ot.prp. nr. 83 (1984-85) side 40 vurderte departementet fire mulige klageorganer; klagebehandling i VPS, en uavhengig klagenemnd, klagebehandling i et departementet eller behandling direkte for domstolene. Ved valget av en klagenemnd ble det lagt vekt på at en administrativ klagebehandling ville kunne medføre en enklere og raskere behandling av klagen. Klagenemnden består av tre medlemmer med varamedlemmer og oppnevnes av Kongen (Finansdepartementet) for en periode på fire år, jf. § 6-1 annet ledd. Arbeidsutvalget foreslo at VPS' representantskap skulle oppnevne klagenemnden, men denne kompetansen ble lagt til Kongen for å oppnå en viss uavhengighet i forhold til VPS. Klagenemndens avgjørelser kan bringes inn for domstolene.

21.2 Utenlandsk rett

21.2.1 Dansk rett

I Danmark kan en «avgjørelse om registrering, ændring eller udslettelse af rettigheder i en værdipapircentral» bringes inn for «Klagenævnet for Værdipapircentraler», jf. værdipapirhandelloven § 77. Erstatningskrav kan ikke bringes inn for klagenemnden. Klagenemnden kan bestå av en eller flere personer utnevnt av erhvervsministeren. Klagenemndens medlemmer skal oppfylle de krav som stilles til dommere. Fristen for klage er seks uker etter registrering, og kan fremsettes av enhver som har rimelig interesse, kontoførere og verdipapirregistre selv, dersom disse ønsker å bestride en innrapportering fra kontofører. Klagenemndens avgjørelser kan bringes inn for de ordinære domstoler (Østre Landsrett) innen to uker fra meddelelse av klagenemndens avgjørelse. Finanstilsynet er gitt kompetanse til å gi nærmere regler om klagenemndens virksomhet.

21.2.2 Svensk rett

Etter den svenske kontoföringslagen § 6 skal en et verdipapirregister ha en «ändamålsenlig organisation för handtering av ersättningskrav». Dette organet behandler ikke klager på samme måte som VPS' klagenemnd og den danske klagenemnden. Etableringen av organet som nevnt, og dennes virksomhet, faller inn under Finansinspektionens tillsynsområde.

21.3 Utvalgets vurdering

Etter *utvalgets* syn vil det kunne være behov for en særskilt klageordning for verdipapirregistre. Alternativet til en klagenemnd vil være at klager behandles av et departement eller annen offentlig etat, eller at klagen bringes inn for domstolene direkte. På bakgrunn av utvalgets forslag om at verdipapirregistreringsvirksomhet må drives av et allmennaksjeselskap som vil kunne ha private eiere, antar *utvalget* at det ikke vil være naturlig at offentlige organer skal

være klageorgan for klager på avgjørelser truffet av et verdipapirregister. *Utvalget* antar videre at en egen klageordning fortsatt vil kunne være mer effektivt og gi en enklere og raskere behandling av eventuelle klager enn domstolsbehandling. Utvalget viser også til at ordningen med klagenemnd er videreført i dansk rett, jf. pkt. 21.2.1.

Utvalget har fått opplyst at VPS' Klagenemnd i tidsrommet fra og med 1987 til og med 1999 har behandlet 10 klager. *Utvalget* kjenner ikke til at det er reist vesentlige innvendinger mot gjeldende regelverk for behandling av klager over registreringer i VPS. Utvalget ser derfor heller ikke grunn til å foreta vesentlige endringer i regelverket i forhold til det som følger av gjeldende lov på dette punkt. På bakgrunn av at utvalgets flertall går inn for at systemet med kontoførere ikke lenger skal være obligatorisk, jf. avsnitt 16.4, antar *utvalget* at det vil være behov for enkelte endringer, blant i reglene for hvem en klage skal fremsettes overfor, hvem som har kompetanse til å rette feil og tilby «forlik» etc. Som følge av dette foreslår *utvalget* at klage skal fremsettes overfor registeret og at registeret selv kan ta klagen til følge eller fremsette forslag til løsning overfor klageren.

Etter *utvalgets* syn bør det kunne klages over «avgjørelser truffet av et verdipapirregister eller en representant for registeret», jf. utkastet § 11-6. Uttrykket «representant for registeret» benyttes i og med flertallets forslag om at kontoførerordningen ikke lenger skal være obligatorisk. *Utvalget* legger ikke opp til endringer i avgrensningen av hvilke avgjørelser som skal kunne påklages, herunder feil ved selve registreringen. Dette medfører at både avgjørelser om registrering og avgjørelser om å nekte registrering etter omsendighetene vil kunne påklages. I likhet med gjeldende rett bør tvister med utgangspunkt i det underliggende rettsforhold som et utgangspunkt ikke avgjøres av klagenemnda, men henvises til behandling ved domstolene etter de alminnelige regler for tvistemål. *Utvalget* viser i denne sammenheng til at tvister med utgangspunkt i det underliggende forhold vil kunne være svært komplekse, og vil kunne kreve partsforklaringer og annen bevisinnhenting som gjør at behandling for domstolene vil være mer hensiktsmessig. *Utvalget* legger videre til grunn at klagenemnden selv, i tvilsspørsmål, vil kunne avgjøre sin kompetanse i forhold til hvilke klager den skal ta til behandling. *Utvalget* foreslår at klage skal avvises dersom saken klagen gjelder er brakt inn til behandling for domstolene.

I og med flertallets forslag om omdannelse av VPS foreslår utvalget at klagenemnden ikke lenger skal oppnevnes av det offentlige. *Utvalget* foreslår derimot at et verdipapirregister selv skal fastsette regler for oppnevning og sammensetning av klagenemnden, tilsvarende den svenske ordningen jf. ovenfor. Disse reglene skal etter forslaget fastsettes av verdipapirregisteret. På den måten vil det offentlige ha kontroll med at verdipapirregisteret oppnevner en klagenemnd som er uavhengig og som innehar de nødvendige kvalifikasjoner.

Kapittel 22

Avvikling

22.1 Innledning

Utvalgets flertall foreslår som tidligere nevnt at verdipapirregistre skal organiseres som allmennaksjeselskap. I motsetning til i dag hvor en avvikling av VPS forutsetter lovendring, vil det som en følge av forslaget i utgangspunktet være opp til aksjonærene om den konsesjonspliktige virksomheten skal avvikles. Allmennaksjeloven kapittel 16 har regler om oppløsning og avvikling av allmennaksjeselskaper. Tilsvarende vil alminnelige konkursrettslige regler komme til anvendelse ved en eventuell konkurs.

Det er vanlig i juridisk terminologi å forstå «oppløsning» som å oppløse selskapet i selskapsrettslig forstand (dvs. legge det rettslige grunnlaget for avvikling), mens det med «avvikling» menes å avvikle virksomheten (gjennomføre beslutningen om oppløsning). Etter *utvalgets* syn er det ivaretagelse og videreføring av virksomheten som er av betydning i denne sammenheng. *Utvalget* skiller derfor mellom frivillig og tvungen avvikling. Denne sondringen avviker noe fra tilsvarende begreper i selskapsretten, se asal. § 16-14 (tvangsavvikling) og asal. § 16-15 (tvangsoppløsning).

Utvalget antar at det vil være behov for særregler for avvikling av verdipapirregistre. Dette gjelder uavhengig av om avviklingen er frivillig eller tvungen som følge av insolvens. *Utvalget* viser i denne sammenheng til den sentrale rolle slik virksomhet har i verdipapirmarkedet. Det vil for eksempel kunne være behov for at rettighetsregisterets drift videreføres i en overgangssperiode dersom selskapet går konkurs.

22.2 Frivillig avvikling

Frivillig avvikling av virksomheten kan tenkes dersom eierne ikke anser virksomheten for lønnsom eller dersom selskapet skal innfusjoneres i et annet selskap. Utvalget viser til at det er gitt nærmere regler om oppløsning og avvikling av finansinstitusjoner i finansieringsvirksomhetsloven § 2a-15 og 3-6, forretningsbankloven §§ 31, 33 og 34, sparebankloven §§ 47 og 48 og forsikringsvirksomhetsloven § 10-1. Bestemmelsene gjelder der foretaket oppløses av andre grunner enn betalings- og solidetsvansker. Ved betalings- og solidetsvansker gjelder reglene i lov 6. desember 1996 nr. 75 om sikringsordninger for banker og offentlig administrasjon mv. av finansinstitusjoner. Banklovkommisjonen foreslår å videreføre reglene om oppløsning og avvikling av finansforetak, jf. NOU 1998:14 ([Link til](#)) kapittel 9. Gjeldende bestemmelser i finanslovgivningen om oppløsning og avvikling inneholder et krav om at vedtak om oppløsning og avvikling skal godkjennes av Kongen. Dette foreslås videreført i NOU 1998:14 § 9-1. *Utvalget* antar at disse reglene blant annet er begrunnet i hensynet til foretakenes kunder og kreditorer.

Det følger av allmennaksjeloven § 2-2 at vedtektene i selskapet skal angi selskapets virksomhet. En avvikling av virksomhet som rettighetsregister må etter *utvalgets* syn gi seg uttrykk i endring av vedtekter. En slik endring

krever etter allmennaksjeloven § 5-18 to tredjedels flertall på generalforsamlingen. Vedtak om å oppløse selskapet treffes av generalforsamlingen med flertall som for vedtektsendringer, jf. allmennaksjeloven § 16-1. Etter *utvalgets* syn bør vedtak om avvikling og oppløsning godkjennes av departementet. Det foreslås derfor i § 13-1 en regel om at vedtak om å avvikle virksomheten i eller oppløse et verdipapirregister må treffes av generalforsamlingen med flertall som for vedtektsendring, og at departementet skal godkjenne vedtaket. Det foreslås videre at departementet kan sette vilkår ifm. med gjennomføringen av vedtaket. I dette ligger det også at det kan settes frister for avviklingen, for eksempel slik at eierne vil være forpliktet til å drive virksomheten videre i en overgangsperiode. *Utvalget* anser en slik bestemmelse nødvendig ut fra den betydning verdipapirregistreringsvirksomhet vil kunne å ha for verdipapirmarkedet. Manglende regulering av avvikling vil kunne skape problemer for omsetningen av de finansielle instrumenter som er registrert i det aktuelle registeret. Spesielt vil dette gjelde dersom registeret er deltaker i et verdipapiroppgjørssystem. Det vil samtidig kunne skapes usikkerhet rundt eierforholdene til de registrerte instrumentene. Videre kan en regel om godkjenning av departementet sikre at det gis tid til at eventuell pliktig registrering blir videreført i et annet register eller at rapporteringsplikter på annen måte blir ivarettatt.

Bestemmelsen i utkastet § 13-1 må ses i sammenheng med utvalgets forslag om at vedtak om sammenslåing, deling og avhendelse av en vesentlig del av foretakets konsesjonspliktige virksomhet skal treffes av generalforsamlingen med flertall som for vedtektsendring, jf. utkastet § 4-5, og at slike vedtak etter utkastet § 3-4 skal meddeles departementet før vedtaket gjennomføres. Departementet kan, innen tre måneder, nekte gjennomføringen, sette vilkår eller endre den konsesjon som foreligger.

I et tilfelle der et verdipapirregister skal avvikles vil bestemmelsene om avviklingsstyre, kreditorvarsel etc. i allmennaksjeloven kapittel 16 gjelde. *Utvalget* har vurdert om avviklingsstyret bør godkjennes av Kredittilsynet. En slik ordning er foreslått for finansforetak i NOU 1998:14 § 9-2 (1). *Utvalget* kan imidlertid ikke se at det er behov for en slik bestemmelse så lenge myndighetene gis kompetanse til å fastsette vilkår for avviklingen.

Utvalget har i kapittel 14 vurdert hvorvidt pliktig registrering bør videreføres. Etter *flertallets* forslag vil plikten til registrering i stor grad oppheves. Det kan, etter *utvalgets* syn, argumenteres med at dersom plikten til registrering oppheves, bør det i første rekke være opp til utstederne selv, eventuelt i samråd med registeret, hvordan de registrerte opplysninger skal videreføres ved en eventuell avvikling. Etter *utvalgets* syn er det viktig at registrerte opplysninger videreføres på en forsvarlig måte ved en avvikling, uavhengig av om registreringen er gjort ut fra en plikt eller ikke.

22.3 Tvungen avvikling

Utvalget foreslår i § 13-2 en plikt for verdipapirregistre til å melde fra til Kredittilsynet dersom det er grunn til å frykte at registeret vil kunne komme i en situasjon hvor det oppstår betalings- og/eller soliditetsvansker. Bestemmelsen er utformet etter mønster av banksikringsloven § 3-1. Hensikten med reglene er å involvere myndighetene på et tidlig stadium, slik at videre utvikling av de økonomiske problemene kan unngås eller at skadevirkningene kan begrenses i størst mulig grad.

Utvalget har vurdert hvorvidt reglene om offentlig administrasjon i bank-sikringsloven ([Link til](#)) kapittel 6 bør gjelde for verdipapirregistre. Offentlig administrasjon er en konkurslignende prosedyre som gjelder for banker, forsikringsselskaper og visse finansieringsforetak. De funksjoner som etter alminnelig konkursrett er tillagt skifterett og bostyre, er i stor grad overlatt til Kongen, Kredittilsynet og administrasjonsstyret. Etter utvalgets syn bør en situasjon med solvensproblemer i et verdipapirregister i størst mulig grad løses ved de alminnelige konkursregler. *Utvalget* mener imidlertid at det kan være behov for særregler om videreføring av virksomheten til et verdipapirregister utfra den viktige funksjon disse har i verdipapirmarkedet.

Utvalget viser til at en bostyrer etter konkursloven § 85 i samarbeid med offentlige myndigheter skal «medvirke til at hensynet til berørte arbeidstakere og særlige samfunnsinteresser varetas under bobehandlingen». *Utvalget* viser videre til konkurslovens regler om fortsatt drift av skyldnerens næringsvirksomhet. I utgangspunktet kan driften bare videreføres dersom det er sannsynlig at det derved vil kunne unngås skadevirkninger for boet eller oppnås gunstigere realisasjon av boets eiendeler, jf. konkursloven § 119 annet ledd annet punktum. Etter bestemmelsens tredje punktum kan driften også fortsettes «dersom hensynet til berørte arbeidstakere eller særlige samfunnsinteresser taler for dette, og boet får tilstrekkelig sikkerhet for at fortsatt drift ikke forringer dekningsmulighetene». Ut fra tilsvarende betraktninger har *utvalget* foreslått en regel om at styret, ev. avviklingsstyret, før insolvensbehandling er innledet og bostyret etter at insolvensbehandling er innledet, skal søke å finne ordninger som gjør at institusjons virksomhet kan drives videre med et tilstrekkelig økonomisk grunnlag, eller søke å få institusjonen sluttet sammen med eller dens virksomhet overdratt til andre institusjoner. Det vises til utkastet § 13-3.

Etter *utvalgets* syn er de oppløsningsgrunner som er nevnt i allmennak-sjeloven § 16-15 om oppløsning etter kjennelse fra skifteretten ikke så tungtveiende at de bør gjelde for verdipapirregistre. *Utvalget* forutsetter at det ikke er nødvendig at denne bestemmelsen gjelder for foretak med konsesjon etter verdipapirregisterloven.

Kapittel 23

Omdannelse

23.1 Innledning

Verdipapirsentralen er som tidligere nevnt en selveiende institusjon regulert etter reglene i verdipapirsentralloven. *Flertallet* i utvalget har i kapittel 10 lagt til grunn at verdipapirregistreringsvirksomhet skal drives i aksjeselskapsformen (ASA). *Flertallet* foreslår også at dagens VPS skal omdannes til et allmennaksjeselskap. Ettersom VPS er et særlovselskap, og ettersom det i stor grad er fastsatt plikt til registrering av finansielle instrumenter i VPS, har gjeldende vpslov naturlig nok ikke regler for hvordan en omdannelse skal skje, og heller ikke andre regler for avvikling eller likvidasjon. Omdannelse eller avvikling av dagens VPS må forutsettes å skje ved lovendring. Det vil dermed være behov for nærmere regler om hvordan en omdannelse skal foretas.

23.2 Regler for omdannelse til aksjeselskap for andre institusjoner

Det finnes regler på andre områder for omdannelse av såkalte selveiende institusjoner til aksjeselskap/allmennaksjeselskap. Begrepet «selveiende institusjon» er ikke entydig, og er heller ikke definert i lovverket. Utvalget legger til grunn at det betegnende ved en «selveiende institusjon» er at det ikke er etablert eierinteresser i foretakets kapital. I dette punktet gis det en redegjørelse for omdannelsesregler for gjensidige forsikringsselskaper, kredittforeninger, sparebanker og børser.

I finansieringsvirksomhetsloven del III §§ 2-18 til 2-24 er det gitt regler om omdannelse av gjensidige forsikringsselskaper og kredittforeninger til aksjeselskap/allmennaksjeselskap. Etter finansieringsvirksomhetsloven § 2-19 første ledd skal «vedtak om omdannelse <...> godkjennes av Kongen». Kompetansen er delegert til Finansdepartementet og videre til Kredittilsynet i kurante saker. Etter bestemmelsens annet ledd skal omdannelsen skje ved at finansinstitusjoners aktiva og passiva i sin helhet overføres til et nystiftet aksjeselskap eller allmennaksjeselskap. Ved omdannelsen skal det enten foretas en fordeling av alle aksjene i det nystiftede selskapet til finansinstitusjonens kunder med unntak av aksjer som utstedes ved ombytting av grunnfondskapital, eller det skal opprettes en stiftelse som skal være eier av alle aksjene i aksjeselskapet eller allmennaksjeselskapet med unntak av aksjer som utstedes ved ombytting av grunnfondskapital, jf. tredje ledd. I gjensidige forsikringsselskaper treffes omdannelsesvedtaket av generalforsamlingen med mindre avgjørelsen etter vedtektene er tillagt representantskapet. I kredittforeninger treffes vedtaket av representantskapet. Vedtaket krever tilslutning fra minst to tredeler av de avgitte stemmer.

I fil. § 2-20 er det gitt nærmere regler om virkninger av omdannelsen. Etter første ledd overføres konsesjonen for finansinstitusjonens virksomhet til aksjeselskapet, og etter annet ledd overføres institusjonens forpliktelser til aksjeselskapet. Det er videre bestemmelser om blant annet låntakere og for-

sikringstakeres ansvar. Fil. § 2-21 har nærmere regler om grunnfondskapital og adgangen til å bytte grunnfondsbevis til aksjer i selskapet.

Fil. § 2-22 har bestemmelser om organisering av stiftelsen. Reglene om næringsdrivende stiftelser i lov 23. mai 1980 nr. 11 om stiftelser m.m. gjelder, såfremt annet ikke er fastsatt i eller i medhold av finansieringsvirksomhetsloven. Stiftelsens vedtekter og vedtektsendringer skal godkjennes av Kredittilsynet, som fører tilsyn med stiftelsens virksomhet. Paragrafen har for øvrig bestemmelser om innholdet av vedtektene samt om valg av styre mv.

Etter fil. § 2-23 skal stiftelsen forvalte aksjene som ble tilført stiftelsen ved opprettelsen og midler som mottas som utbetaling på aksjer. Stiftelsen kan utstede grunnfondsbevis for å kjøpe aksjer i selskapet. Stiftelsen kan også selge aksjer i det tilknyttede aksjeselskap eller allmennaksjeselskap, kjøpe aksjer eller grunnfondsbevis i andre institusjoner, samt forvalte sin likviditet bl.a. ved bankinnskudd og kjøp av statspapirer. Utstedelse av grunnfondsbevis krever samtykke av Kredittilsynet. Det fremgår videre at reglene om eier- og stemmerettsbegrensninger i fil. §§ 2-2 og 2-4 ikke gjelder for stiftelser som er opprettet etter fil. §§ 2-18 til 2-24 for så vidt angår de aksjer stiftelsen eier i selskapet eller morselskapet. Fil. § 2-24 har nærmere bestemmelser om fusjon og avvikling av virksomhet.

Sparebanker kan etter gjeldende rett ikke omdannes til aksjeselskap. Sparebankloven åpner imidlertid for at en sparebank kan sluttes sammen med en forretningsbank der forretningsbanken (aksjeselskap) videreføres som rettssubjekt, jf. sparebankloven § 47 siste ledd forutsetningsvis. Banklovkommisjonens flertall foreslår i NOU 1998:14 at også sparebanker skal kunne omdannes til aksjeselskap. Etter forslaget skal det opprettes en stiftelse, betegnet som finansstiftelse, som skal være eier av alle aksjene i et nystiftet selskap, med unntak av aksjer som utstedes ved ombytting av grunnfondskapital. Ved omdannelsen skal aktiva og passiva overføres til det nystiftede selskapet. Det er ikke foreslått at aksjene skal kunne deles ut til bankens kunder. Denne forskjellen fra reglene om omdannelse av gjensidige forsikringsselskaper og kredittforeninger er begrunnet med at det er vanskelig å fordele grunnfondet på en hensiktsmessig måte på de mange innskyterne i sparebanker, og at fordelingen vil kunne få et tilfeldig preg og bli tids- og kostnadskrevende. Banklovkommisjonen foreslår at det fastsettes i stiftelsens vedtekter hvordan stiftelsens midler skal disponeres ved avvikling. Stiftelsen skal videre være underlagt tilsyn av Kredittilsynet.

Børslovutvalget foreslår i NOU 1999:3, utkastet § 10-1, at børs organisert som selveiende institusjon skal kunne omdannes til allmennaksjeselskap. Vedtak om omdannelse krever godkjennelse av Kongen, som kan fastsette nærmere regler om omdannelse, jf. § 10-2. Vedtaket skal etter § 10-3 inneholde en plan for omdannelse og blant annet fastlegge nærmere bestemmelser om fordeling av aksjer, om fastsettelsen av salgskurs og om midlertidige begrensninger i disse aksjenes omsettelighet. Gjennomføringen av omdannelsen er regulert i utkastet § 10-4. Omdannelsen skal gjøres ved at den selveiende institusjon stifter et allmennaksjeselskap etter reglene i allmennaksjeloven, og overfører samtlige eiendeler og forpliktelser til dette selskapet. Aksjene i det nystiftede selskapet skal i utgangspunktet selges til utstedere og børsmedlemmer etter en fordeling fastsatt av børsrådet (generalforsamlingen). Et mindretall i utvalget går inn for at det initiale spredningssalg av aksjer ved eventuell omdannelse skal skje fritt i markedet og ikke begrenses som nevnt. Børslovutvalget har lagt til grunn at salg av aksjer bør skje til en mest mulig riktig markedspris. I forbindelse med omdannelsen skal det opprettes en børsstif-

telse som skal forvalte den formue som oppstår ved salget av aksjene, og den selveiende institusjonen skal avvikles. Det er foreslått regler om børsstiftelsen i § 10-6. Stiftelsens formål skal være fremme av et velfungerende norsk marked for finansielle instrumenter. Børsstiftelsen skal ledes av et styre valgt av et råd som skal være allsidig sammensatt og ha representanter fra ulike offentlige institusjoner og private organisasjoner som har særlig interesse i børsstiftelsens formål.

23.3 Utenlandsk rett

I Sverige ble Värdepapperscentralen (VPC) stiftet som aksjeselskap og spørsmålet om omdannelse har således ikke vært aktuelt.

Den danske værdipapirhandelloven kapittel 29 gir anvisning på flere måter for omdannelse fra «fond» (selveiende institusjon) til aksjeselskap. Reglene i kapittel 29 gir hjemmel til, og er felles for, omdannelse av henholdsvis Københavns Fondsbørs, Værdipapircentralen (VP) og Garantifonden for Danske Optioner og Futures. Disse institusjoner er i den danske værdipapirhandelloven omtalt som «fond» men Værdipapircentralen er i henhold til gammel lov om værdipapircentral en «privat selvejende institution». For det første kan omdannelsen skje ved at det etableres et ervervsdrivende fond (stiftelse) som får overdratt aksjer som motsvarer verdien av den selveiende stiftelses reserver (nettoaktiva) på omdannelsestidspunktet. Den selveiende stiftelses aktiva og passiva overdras til aksjeselskapet. Alternativt kan den selveiende stiftelses reserver skytes inn som en bunden fondsreserve (bundet egenkapital) i aksjeselskapet. Denne bundne delen av egenkapitalen kan medregnes ved beregningen av minste egenkapital. Fondsreserven skal bare kunne benyttes til dekning av underskudd som ikke kan dekkes av beløp som kan utdeles til utbytte i aksjeselskapet. De danske reglene gir også anledning til å benytte en kombinasjon av de to modeller ved omdannelsen.

Københavns Fondsbørs valgte modell nr. 2, dvs. at verdier tilsvarende nettoaktiva ble bundet som en fondsreserve i aksjeselskapet. Omdannelsen av Værdipapircentralen er foreløpig ikke gjennomført, men vil etter det utvalget har fått opplyst skje i løpet av våren 2000. Værdipapircentralen vil ventelig velge samme omdannelsesmodell som Københavns Fondsbørs.

23.4 Utvalgets vurderinger

Flertallet i verdipapirsentrallovutvalget går som nevnt inn for at et verdipapirregister skal organiseres som et allmennaksjeselskap. VPS må etter dette syn derfor omdannes til et allmennaksjeselskap. I forbindelse med omdannelsen av VPS til et allmennaksjeselskap er det særlig behov for å vurdere måten omdanningen skjer på, prinsippene for hvordan aksjekapitalen skal fordeles mellom kjøperne og hvordan VPS' nettoformue skal disponeres. *Utvalget* mener det er naturlig at de viktigste spørsmål knyttet til omdannelsen av VPS blir vurdert som en del av lovarbeidet. *Utvalget* finner også at enkelte lovregler i tråd med disse vurderinger bør tas inn i lovutkastet.

Etter forslaget skal VPS' styre med dette formål utarbeide en plan for omdannelsen. Planen skal godkjennes av departementet. Departementet kan etter forslaget gi nærmere regler for omdannelsen. Regler om omdannelsen er tatt inn i lovutkastet kapittel 14. På bakgrunn av at utvalget er delt, uten noe

flertall, har utvalget ikke foreslått regler for anvendelsen av salgsprovenyet etter omdannelsen, jf. nedenfor i pkt. 23.4.3.

Et *mindretall i utvalget*, *Krokeide*, går inn for at den nåværende selveiende institusjonen VPS blir splittet i to, i henholdsvis en registerdel og en oppgjørssdel. Som nevnt i kapittel 27, mener dette mindretallet at registreringsvirksomheten bør videreføres av en selveiende institusjon som fortsatt bør være organisert ved en særlov. Dette registeret bør stå under beskyttelse av en statlig garanti, og eksisterende statlige institusjoner bør utøve dominerende innflytelse gjennom direkte og indirekte stemmeflerhet i henholdsvis institusjonens råd (øverste organ) og styre.

En slik organisering av registreringsvirksomheten vil etter dette mindretallets oppfatning gjøre det mulig å videreføre og også vesentlig utvide området for den pliktige registreringen, jf. dette mindretallets synspunktet under kapittel 14 Rett og plikt til registrering, og den vil også gjøre det mulig å opprettholde det nåværende monopolet uten å komme i konflikt med EØS-avtalen, jf. EØS-avtalens artikkel 32 om unntak for offentlig myndighetsutøvelse, som enhver pliktig registrering i praksis vil være et utslag av.

Ut fra den funksjon som registeret har som informasjonsbase, noe som er vesentlig både for den offentlige innsynsretten (i aksjeeierregisteret) og for myndighetenes behov for kontrollinnsyn og direkte flyt av relevant informasjon, jf. dette mindretallets bemerkningen om hovedhensynene under [\(Link til kapittel 8\)](#), anser dette *mindretallet* det som viktig å kunne videreføre et nasjonalt register som står under norsk jurisdiksjon og kontroll, uten at man løper noen risiko for at registeret skal havne i utlandet som følge av fusjoner, oppkjøp eller «utflagging» av hovedkontor og forretningssted.

Dette *mindretallet* viser også til det som er blitt anført i kapittel 17 Fremgangsmåten ved registrering om at det i noen tilfelle vil være nærmest uunngåelig at registeret i praksis vil ha en viktig offentlig oppgave å ivareta i forbindelse med visse registreringshendelser, og til det som er blitt anført i kapittel 15 Forvalterregistrering om betydningen av effektive sanksjoner ved brudd på vilkårene for å drive virksomhet som forvalter. Ettersom registeret i enkelte tilfelle vil kunne komme til å treffe avgjørelser som nærmest vil ha karakter av å være av forvaltningsrettslig art, er det viktig at det ikke har for sterk binding til noen privat part, og trusler om bøter, tvangsmessig overføring av portefølje eller tvangssalg av posisjoner hvor det reelle eierforholdet ikke blir tilfredsstillende opplyst, vil klart ha størst effekt dersom registeret rent fysisk befinner seg under norsk kontroll og jurisdiksjon, og ikke minst hvis det samtidig skulle finne seg under en form for statlig styring.

Oppgjørsvirksomheten derimot, anser dette *mindretallet* ikke for å ha noen tilsvarende nasjonal betydning. Som anført i kapittelet om rettsvern, vil det også forenkle den privatrettslige reguleringen, herunder ikke minst tidfestingen av det vanskelige rettsvernstidspunktet, hvis registreringsvirksomheten og oppgjørsvirksomheten rent fysisk blir skilt fra hverandre. Hensynet til en mest mulig likeverdig konkurranse på oppgjørssiden kan også tilsi det samme.

Endelig kan det være at det i forbindelse med oppgjørsvirksomheten vil kunne være hensiktsmessig for «oppgjørssentralen» å påta seg en rolle som «sentral motpart», dvs. at sentralen påtar seg et selvstendig ansvar for den eller de forpliktelser som en eller flere av partene i et verdipapiroppgjør har. En slik rolle bør imidlertid helst ikke kombineres med at den samme sentralen samtidig utøver registreringsvirksomhet på grunn av den tilleggsrisikoen som den innebærer.

Ut fra ovenstående hensyn er dette *mindretallet* blitt stående ved å foreslå en deling av nåværende VPS. Omdannelsesproblematikken vil etter dette mindretallsforslaget kun bli aktuelt for oppgjørskdelen av nåværende VPS.

23.4.1 Fremgangsmåten for omdannelsen

Utvalget tar utgangspunkt i at en omdannelse må gjennomføres ved at VPS stifter et nytt selskap (VPS ASA) og at aktiva og passiva overdras fra VPS til det nystiftede selskapet. Allmennaksjeselskapet stiftes med en egenkapital som bygger på en reell vurdering av verdiene i VPS. VPS blir eier av samtlige aksjer i «VPS ASA». For å få nye eiere til «VPS ASA», legges VPS' aksjer ut til tegning etter den ordningen som er beskrevet i pkt. 23.4.2.

Omdannelsen bør skje under hensyn til de strategiske planer som foreligger for VPS. Av betydning er bl.a. hva slags organisasjons- og eiermessige forhold en tilpasning av VPS til utviklingen i verdipapirmarkedet vil kunne kreve. Omdannelsen må uansett tilpasses de lovregler om eierskap som er foreslått.

Et mindretall i utvalget, *Krokeide*, foreslår at oppgjørskdelen av nåværende VPS blir skilt ut i et eget datterselskap, organisert som et ordinært aksjeselskap, hvor den nåværende selveiende institusjonen eier alle aksjene. Etter denne «knoppskytingen» overføres disse aksjene vederlagsfritt til det ASA-selskapet som ventelig vil bli dannet i forbindelse med omdannelsen av Oslo Børs, jf. Børslovutvalgets innstilling. Aksjeoverdragelsen bør skje før aksjene i det nevnte ASA-selskapet «legges ut» til spredningssalg eller offentlig tegning. Ettersom stiftelsen av datterselskapet kombinert med den etterfølgende overdragelsen av aksjene vil være en virksomhetsoverdragelse etter aml. kapittel XII A, vil det være viktig at de ansattes rettigheter blir ivaretatt på korrekt måte i den forbindelse. En passende andel av driftskapitalen bør medfølge.

23.4.2 Salg av aksjene i det nystiftede allmennaksjeselskapet

Det nystiftede allmennaksjeselskapet vil etter *utvalgets* forslag videreføre verdipapirregistreringsvirksomheten, mens den selveiende institusjonen vil eie aksjene i selskapet. Etter utvalgets syn bør dette aksjeeiet være av midlertidig karakter, og et videresalg forutsettes gjort innen rimelig tid hensyntatt behovet for tid til å organisere et videresalg. *Utvalget* har vurdert om det bør fastsettes regler om hvem som skal kunne bli VPS' første eiere, eller om aksjene skal selges fritt i markedet.

Børslovutvalget har særlig pekt på to hensyn som gjør seg gjeldende ved avgjørelsen av hvem som skal få være børsens første eiere. For det første bør det være en hensiktsmessig eierstruktur i en overgang fra selveiende institusjon uten overskudd som mål, til et allmennaksjeselskap. For det annet vil de initiale eierne ta del i en eventuell merverdi utover den kurs som må betales for aksjene. Børslovutvalget understreker videre «viktigheten av at børsen i den første overgangsfasen har eiere som har strategisk interesse i utvikling av børsen, og som gjennom den kontinuitet de representerer bidrar til bevare børsens tillit i en periode hvor den ellers vil kunne være sårbar». I tråd med dette foreslår Børslovutvalget at de initiale eierne ikke kan selge aksjene før etter ett til to år. Flertallet i Børslovutvalget foreslår videre at det initiale salg av aksjene ved omdannelse av Oslo Børs bør gjøres til de foretak som er utstedere og børsmedlemmer på et nærmere angitt tidspunkt eller i en periode forut for omdannelsen, jf. utkastet § 10-4. Flertallet viser ellers til at dette er i samsvar med ordningene i Sverige og Danmark. Mindretallet mener derimot at det ikke bør settes begrensninger for det initiale eierskapet, og viser særlig

til vanskeligheten med å finne objektive tildelingskriterier som oppfattes som rimelige, og hensynet til å kunne oppnå markedsriktig pris. I tråd med dette foreslår mindretallet at aksjene bør selges fritt til høyest mulig pris.

Det synes å foreligge to prinsipielt forskjellige modeller for salg av aksjene i «VPS- ASA». Den ene bygger på offentlig spredningssalg til høystbydende, mens den andre modellen begrenser tegningstilbudet til å gjelde en avgrenset gruppe «egnede» eiere av VPS.

Den første modell (« *offentlig spredningssalgs-modellen*») medfører at aksjene fordeles etter rene forretningsmessige prinsipper. Aksjene legges ut til offentlig tegning til høystbydende. Den eneste restriksjon av betydning som vil gjelde for aksjekjøpet, vil følge av regler om eierskap i et verdipapirregister. Et slikt salg må følge reglene om prospekt i verdipapirhandelloven. En fordel med denne modellen er at den ikke forutsetter skjønn ved aksjetildelingen.

Denne modellen sikrer at de reelle verdier i VPS kommer best frem, og vil dermed med all sannsynlighet føre til et høyere salgsproveny enn hvis kjøpet begrenses til å gjelde en utvalgt gruppe. VPS hadde pr. 31. desember 1998 en bokført egenkapital på om lag 44 mill. kroner hvorav 10 mill. kroner utgjør et erstatningsfond. Den svenske Värdepappercentralen (VPC) hadde på samme tid en bokført egenkapital på omlag 250 mill. SEK. 75 pst. av aksjene i VPC ble solgt i juli 1999 for 900 mill. SEK. Det er vanskelig å vurdere og anslå salgsverdien av VPS, men også dette forhold tilsier et mest mulig markedsbasert prinsipp for aksjesalget.

En mest mulig markedsmessig prising av aksjene bidrar isolert sett også til stabilitet i eierskapet i denne fase, idet mulighetene til å oppnå transaksjonsgvinster reduseres. Metoden svarer for øvrig godt til lovutvalgets alminnelige markedstilpasning av verdipapirregistervirksomhet.

En mulig ulempe med denne modellen kan sies å være at en ikke får anledning til å fordele eierinteressene etter en oppfatning av hvem som bør være opprinnelige eiere i «VPS ASA». Men myndighetene bør forutsettes å ha en tilfredsstillende kontroll med eierskapet etter de generelle lovregler som foreslås om eierskap i et verdipapirregister. Disse regler vil også ligge til grunn for den opprinnelige eierfordeling i «VPS ASA».

Etter den andre modellen fordeles aksjene blant en utpekt gruppe (« *fortrinnsrett-modellen*»), ut fra en vurdering av at disse er best egnet til å være opprinnelige eiere i «VPS ASA». En slik begrensning på hvem som kan kjøpe må antas å medføre en lavere pris enn den som kan oppnås etter «offentlig spredningssalgs-modellen». Omfanget av dette prissubsidiet vil særlig avhenge av hvor stor den reelle interesse hadde vært ved et offentlig spredningssalg, og av spillsituasjonen ved salget.

En kan også tenke seg kombinasjoner av disse to modeller.

Valg av en fortrinnsrettsmodell må bygge på at en eller flere bestemte grupper hadde rettigheter, eller rimelig eller forsvarlig krav på, VPS' eienheter. VPS har gjennom årene i hovedsak hatt primærbrukergruppene kontoførere, verdipapirforetak og forvaltningsselskaper for verdipapirfond. Investorene og utstederne har imidlertid vært sluttkunder for både VPS og for mellommennene. Alle har vært representert i styrende og rådgivende organer i VPS og nedlagt et betydelig arbeide for VPS. Representanter for disse brukergruppene har ofte blitt trukket inn i arbeidsgrupper for å videreutvikle VPS' tjenester. Primærbrukerne har oftest vært trukket inn i forbindelse med utvikling av nye tjenester, men også investorer og utstedere har deltatt. Det kan derfor *etter flertallets syn* (alle med unntak av medlemmene *Birkeland*,

Økland og Wergeland) vanskelig hevdes at det kun er kontoførere og verdipapirforetak som har bidratt med kunnskap og ressurser.

I VPS' prisstruktur har det vært tilstrebet at det skulle være kostnadsbaserte priser og at hver brukergruppe skulle betale priser som gjenspeilte den ressursbruk som tjenestene brukte av VPS' totale ressursbruk. I og med at investorer og utstedere skulle ha kontakt med VPS gjennom kontoførere og verdipapirforetak ble prisene som disse betalte ordnet gjennom «mellommenene», vanligvis som en del av den totale pris de betalte for en finansiell tjeneste eller som en viderefakturerings av VPS' priser med et påslag for kontoførers tjenester. Det må derfor kunne hevdes at alle disse brukergruppene har bidratt til VPS' utvikling og drift, gjennom betaling av gebyrer for VPS' tjenester.

Etter vpsl. § 2-2 annet ledd er VPS' kontoførere ansvarlige for VPS' økonomiske forpliktelser i den utstrekning VPS ikke selv kan oppfylle dem. Bestemmelsen lyder:

«Dersom Verdipapirsentralen ikke selv kan dekke en kreditor, kan Verdipapirsentralen kreve at forpliktelsen dekkes av kontoførerne. Kontoførernes ansvar er prinsipielt proratarisk, subsidiært solidarisk, i forhold til en fordelingsnøkkel som, sammen med nærmere regler, fastsettes i vedtektene.»

VPS' vedtekter § 10 pkt. 7 lyder:

«Mellom kontoførerne internt fordeles ansvaret <...> proratarisk slik at halvparten av ansvarsbeløpet beregnes forholdsmessig etter det antall konti som ble ført gjennom den enkelte kontofører pr. 31. desember året før ansvaret oppsto, og halvparten beregnes forholdsmessig etter ligningsverdien av inntæktene på disse konti pr 31. desember året før ansvaret oppsto.»

På dette grunnlag beregnes det årlig en prosentvis ansvarsfordeling pr. 1. januar, for det tilfelle at et slikt ansvar skulle bli aktuelt.

Det er pr. 20. mars 2000 191 selskaper som har avtale med VPS om kontoføring for investor, og 66 selskaper som har avtale om kontoføring for utsteder. Etter den aktuelle prosentvise ansvarsfordeling pr. 01.01.99 er de fem største ansvarsbærere DnB med 21,9 pst., Kreditkassen med 18,3 pst., Sparebanken NOR med 8,1 pst., Norges Bank med 7,6 pst. og Storebrand Bank med 5,0 pst.

Det økonomiske ansvar kontoførerne står overfor etter lovens system er som det fremgår betinget. En viktig bakgrunn for at kontoførerne ble gjort til en del av ansvarssystemet for VPS var trolig den usikkerhet som var knyttet til registeret i utgangspunktet, i sær ut fra de omfattende verdier som skulle registreres i et uprøvd system. På grunnlag av erfaringene med VPS siden 1985 må en imidlertid kunne si at ansvaret synes hypotetisk. Det er f.eks. i alt utbetalt mindre enn 0,5 mill NOK i erstatninger fra VPS siden starten.

Etablering av VPS ble finansiert ved lån, som i dag er nedbetalt. Den løpende drift finansieres av gebyrinntekter. For VPS gjelder ikke noe mål om et forretningsmessig overskudd. *Flertallet* mener at i tillegg til kontoførere har også utsteder og investorer bidratt til VPS' drift gjennom betaling for de tjenester som VPS yter. *Flertallet* mener at noen vanskelig formelt kan ha krav på VPS' eiendeler. VPS har dette til felles med andre foretak og institusjoner som ikke har eiere.

Utvalget har i § 6-1 foreslått en eierbegrensningsregel på 20 prosent for verdipapirregistre. *Flertallet* mener at disse generelle regler for eierskap vil være tilstrekkelig til å sikre at VPS vil få initiale eiere som kan bidra til å opprettholde og videreutvikle kvaliteten på VPS' tjenester. *Flertallet* viser ellers til at både utstedere av finansielle instrumenter, verdipapirforetak og ikke minst alle investorer med vpskonto har bidratt til de verdier VPS representerer. *Flertallet* kan vanskelig se at fortrinnsrett til kjøp av aksjer i VPS vil kunne organiseres på en «rettferdig» måte for å ivareta de nevnte gruppers interesser. *Flertallet* foreslår derfor at det ikke settes særlige begrensninger på hvem som kan være VPS' første eiere. *Flertallet* foreslår på denne bakgrunn at salget av aksjer gjennomføres ved et offentlig tilbud etter reglene i verdipapirhandeloven ([Link til](#)) kapittel 5 («offentlig spredningssalgs-modellen»). *Flertallet* mener videre at det bør foretas reduksjoner etter praktiske prinsipper ved eventuelle overaksepser. Ettersom det foreslås eierbegrensningsregler bør prinsippene for reduksjon ivareta hensynet til at det ikke gis aksepser utover 20 prosent grensen for å sikre en høyest mulig andel innenfor eierbegrensningsreglene. Hvordan salget konkret skal gjøres må VPS redegjøre for i tidligere nevnte plan for omdannelsen. Planen skal etter utvalgets forslag godkjennes av departementet.

Mindretallet (medlemmene *Birkeland, Wergeland* og *Økland*) går imot sentrale deler av flertallets forslag til omdannelse av VPS.

Som det fremgår av ([Link til](#)) kapittel 7 står vi overfor en økende internasjonal konkurranse innenfor verdipapirtjenesteområdet ettersom verdipapirmarkedet blir mer og mer globalisert. Utviklingen går mot større og internasjonale markedsdeltakere som i stor grad vil dominere verdipapirhandelen, spesielt handel på tvers av landegrensene. Med en fremskriving av den utviklingen vi ser i dag, er det i prinsippet ikke noe i veien for en utvikling der kun en svært begrenset del av tjenesteytingen og dermed også verdiskapingen knyttet til utstedelse og omsetning av norske verdipapirer finner sted i Norge. *Mindretallet* er av den oppfatning at en slik utvikling er uheldig; den vil føre til en utarming av kompetansen og finansnæringen generelt, samtidig som nødvendige tilpasninger i mindre grad vil ta hensyn til nasjonale ønsker og behov, herunder mulighet for offentlig tilsyn og innsyn. En utvikling som beskrevet, vil også lett kunne føre til en svekket plattform for norske finansinstitusjoner og verdipapirforetak. En konsekvens av en slik utvikling vil lett være at hjemlige investorer og utstedere får et svekket tilbud av verdipapirrelaterte tjenester.

Parallelt med denne utviklingen ser vi at det innenfor flere land dannes større og integrerte nasjonale tilbydere av verdipapirmarkedstjenester ved at for eksempel børser, verdipapirregistre og oppgjørssentraler integreres. Siktet med denne prosessen er å danne sterke og effektive nasjonale enheter som kan ta opp konkurransen mot de globale aktørene og på den måten i større grad sikre en nasjonal innflytelse over utviklingen i finansmarkedet. På denne måten vil man bl.a. kunne sikre at en vesentlig del av verdiskapingen i disse markedene, finner sted i det aktuelle land.

Mindretallet er av den bestemte oppfatning at i en tid der både VPS og Oslo Børs trolig går over fra å være selveiende stiftelser til forretningsmessige enheter, er det naturlig å legge forholdene til rette for at det kan skapes en sterk norsk integrert enhet. Den fragmenteringen vi i dag har av den norske verdipapirkjeden innebærer at hvert enkelt ledd lett blir for svakt til å hevde seg i den internasjonale konkurransen.

Mindretallet ser i denne sammenheng også behovet for at de verdier som er skapt i VPS på en hensiktsmessig måte kommer VPS til gode. Blir disse verdiene benyttet til annet formål, innebærer dette en svekkelse av den norske verdipapirkjeden som igjen legger VPS mer åpen for utenlandske konkurrenter. Det skal i denne sammenheng påpekes at når VPS blir blant de siste nasjonale verdipapiregistrene innenfor vår del av verden som blir privatisert, har ikke VPS, i motsetning til sine konkurrenter, hatt mulighet til å bygge en tilfredsstillende kapitalbase for å møte den stadig økende konkurransen. Dersom verdiene ikke kommer VPS til gode, blir VPS påført et handicap i forhold til sine konkurrenter, som i flere år har kunnet bygge opp en tilstrekkelig finansiell styrke. Dersom verdiene VPS gjennom sin virksomhet selv har skapt også for fremtiden kommer VPS til gode, vil dette også vidra til å gi VPS større evne til å styrke sin konkurransekraft og dermed komme kundene til gode.

Mindretallet ser at det er viktig med en hensiktsmessig eierstruktur for VPS fra det tidspunkt registeret skal organiseres som et allmennaksjeselskap. Det er dermed nødvendig at det nye verdipapirregisteret allerede ved det initielle salget av aksjene i det nystiftede selskapet sikres strategiske eiere som har en interesse av og kompetanse til å videreutvikle VPS som et kostnadseffektivt ledd i den norske verdipapirkjeden.

I utgangspunktet skulle dette tilsi at man benyttet «fortrinnsrettsmodellen» i forbindelse med aksjesalget. *Mindretallet* har imidlertid, i likhet med flertallet, ikke funnet å kunne tilrå denne modellen og slutter seg i hovedsak til begrunnelsen flertallet har gitt om dette.

Selv om *mindretallet* slutter seg til at aksjene legges ut til offentlig salg for å sikre at det betales markedspris for aksjene, vil *mindretallet* fremheve at flertallet går for kort i sine anvisninger på hvordan aksjesalget skal finne sted. *Utvalgets flertall* har i kapittel 10 foreslått en lovfestet plikt for VPS til å omdanne seg til aksjeselskap. Overlates prinsippene for nedsalget til organer i VPS, kan en lett se for seg en prosess slik en har sett det i Danmark hvor diskusjonen om eierfordeling har pågått i svært lang tid etter at vedtak om privatisering er truffet. Dette har medført at man ennå ikke har kunnet ta effektene ut av omdanningen. For å få tilstrekkelig moment i prosessen, ser *mindretallet* det som nødvendig at man som premiss for lovforslaget i betydelig grad angir etter hvilke retningslinjer salget skal skje. Disse retningslinjene må sikre at VPS kan få de strategiske og langsiktige eiere registeret trenger.

Etter *mindretallets* oppfatning kan dette sikres også gjennom et offentlig salg av aksjene dersom man gir retningslinjer for tildelingskriterier der bestemte grupper av investorer i tilfelle overtegning gis fortrinnsrett til en viss andel av aksjene.

Mindretallet er uenig med flertallet i at VPS' brukere ikke er klart definert. Hvem som er sentralens brukere fremgår av vpsl. ([Link til](#)) kap. 3. VPS er basert på brukerstyring. Det er brukerne som har deltatt aktivt med sin kompetanse og sine ressurser såvel ved etableringen av VPS som i den videre utvikling av sentralen. VPS har også hentet sine inntekter fra brukerne. *Mindretallet* er derfor av den oppfatning at brukerne er det nærmeste en kommer «eierbegrepet» i relasjon til VPS og at det dermed er naturlig å gi sentralens brukere fortrinn ved salg av aksjene i det nystiftede selskap.

Mindretallet foreslår derfor at det som tildelingskriterium ved overtegning legges til grunn at de kontoførere som pr. 1. januar 2000 har en ansvarsandel på 2 % eller mer sikres en forholdsmessig eierandel, i forhold til prosentvis ansvarsfordeling pr. nevnte dato, på samlet inntil 60% av aksjene i registeret. For de resterende 40 % skal styret i VPS ha anledning til å beslutte en tildel-

ingsmodell som sikrer en eierstruktur som ivaretar VPS' strategiske interesser.

Eierbegrensningen må dog utformes slik at den ikke er til hinder for strukturelle endringer mellom de sentrale institusjonene i infrastrukturen for finansielle instrumenter (VPS, Oslo Børs, NOS). Under forutsetning av at også Oslo Børs får en lignende eierstruktur som her er foreslått for VPS, vil alle tre i stor grad være eiet av brukerne, som deretter via sitt eierskap kan styre strukturelle endringer.

Mindretallet vil fremheve betydningen av at stiftelsen som initielt vil eie det nye registeret gis en frist til å selge samtlige aksjer i selskapet. Denne fristen bør ikke settes lengre enn seks måneder.

23.4.3 Anvendelsen av salgsprovenyet

Innledning

Som det fremgår foran, vil den nåværende selveiende institusjonen (VPS) etter omdannelsen være eier av aksjene i det nystartede allmennaksjeselskap. Dette eierskapet bør, for å oppnå en «privatisering» av VPS, være kortsiktig. Forutsetningen er at aksjene skal videreselges. Det må dermed tas stilling til hvordan den «eierløse» kapitalen skal disponeres, dvs. salgsprovenyet for aksjene med fradrag for omkostningene til avvikling av den opprinnelige selveiende institusjon. *Utvalget* mener det er svært vanskelig å vurdere salgsverdien av VPS, og det er dermed knyttet stor usikkerhet rundt størrelsen på den «eierløse» kapitalen. I Børslovutvalgets innstilling er det vist til at Oslo Børs' bokførte egenkapital er på omtrent 160 mill. kroner. Som nevnt ovenfor hadde VPS pr. 31. desember 1998 en bokført egenkapital på om lag 44 mill. kroner hvorav 10 mill. kroner utgjør et erstatningsfond.

Børslovutvalget har foreslått at den kapital som oppstår ved salg av aksjene i allmennaksjeselskapet skal tilføres en stiftelse regulert etter stiftelseslovgivningen. Børsstiftelsens formål skal etter forslaget være fremme av et velfungerende norsk marked for finansielle instrumenter. Det vil etter *verdi-papirsentrallovutvalgets* syn ikke nødvendigvis være de samme hensyn som gjør seg gjeldende ved omdannelsen av Oslo Børs som ved omdannelse av VPS.

Børslovutvalget har lagt til grunn at Grunnloven § 105 vil utgjøre en skranke ved avgjørelsen av hvordan børsens midler skal disponeres. Børslovutvalget har derfor lagt til grunn at børsens formue neppe kan overføres til statskassen, og heller ikke til børsens enkelte brukere eller andre. Det er også vist til at stiftelsesloven vil inneholde en skranke for disponeringen av midlene. I følge Børslovutvalget må formuen til en selveiende institusjon, som er en form for stiftelse, disponeres i samsvar med stiftelsens formål.

Det karakteristiske for en stiftelse er at den har sitt grunnlag i en disposisjon som stiller en formuesverdi selvstendig til rådighet for et bestemt formål, jf. lov 23. mai 1980 nr. 11 om stiftelser m.m. § 2. Stiftelsene er således selveiende juridiske personer. Det ble ved utarbeidelsen av vpsloven ikke tatt stilling til i hvilken grad stiftelsesloven gjelder for VPS. Departementet mente at VPS' virksomhet er «så vidt egenartet at verken aksjeloven eller lov om stiftelse bør gis direkte anvendelse». Departementet mente, i likhet med arbeidsutvalget, at VPS' organisering burde reguleres i egne bestemmelser i vpsloven. Om forholdet til stiftelsesloven heter det videre i Ot.prp. nr. 83 (1984-85) side 57:

«I høringsrunden ble dette forhold tatt opp av flere. Den norske Bankforening mente at det burde tas inn en uttrykkelig bestemmelse om at lov om stiftelser ikke gjelder, mens Sparebankforeningen i Norge tok til orde for den motsatte løsning og mente at stiftelsesloven bør få anvendelse der det ikke er gitt andre regler i eller i medhold av Verdipapirsentralloven.

Departementet finner ikke grunn til å ta slike bestemmelser inn i loven. En bestemmelse om at stiftelsesloven skal anvendes vil kunne føre til at man knytter løsningen til en lov som ikke passer særlig godt for organisasjonen.

I bestemmelsen foreslås utgangspunktet om at VPS skal være en selveiende institusjon og at den reguleres i egen lov.»

Siden stiftelsesloven er eldre enn VPS-loven, er spørsmålet ikke omtalt i forarbeidene til stiftelsesloven. *Utvalget* kan heller ikke se at dette er vurdert av utvalget som har vurdert stiftelsesloven, jf. NOU 1998:7.

Utvalget har lagt til grunn at verken stiftelsesloven, uavhengig av hvilken betydning denne har som «bakgrunnsrett» for vpsloven, eller Grunnloven § 105 vil være til hinder for de ulike løsninger som er foreslått av de ulike fraksjoner i utvalget, jf. nedenfor.

Utvalgets vurdering

Utvalget har vurdert flere forskjellige modeller som kan tenkes å bli benyttet. *Utvalget* er delt i synet på hva som vil være den mest hensiktsmessige anvendelsen av salgsprovenyet, uten at utvalget har et flertall. *Utvalget* har derfor ikke fremmet et konkret lovforslag til løsning av dette spørsmålet.

Utvalgets medlemmer *Ask, Bøthun, Johnsrud Hagen, Kleven, Zakariassen og Øiulfstad*, viser til at de midler som i dag ligger i VPS, langt på vei vil ha sine kilder fra det monopol og den lovfestede enerett VPS har. Midlene er i hovedsak tilført av kontoførere og utstedere som betaling for tjenester de har motatt. Kontoførernes utgifter er imidlertid igjen utlignet hos deres kunder. VPS' drift har, som tidligere nevnt, ikke overskudd som mål. Et eventuelt overskudd ett år, skal kanaliseres til brukerne påfølgende år. Videre er VPS fritatt for skatteplikt etter skatteloven 1999 § 2-30 første ledd bokstav j.

Disse medlemmer mener at det vanskelig kan utpekes enkelte grupper som kan sies å ha «eiendomsrett» til de verdier som ligger i VPS, jf. utvalgets drøfting over. Etter *disse medlemmers* syn er derfor det mest representative organ for denne uidentifiserte gruppen den norske stat.

Disse medlemmer kan heller ikke se at det foreligger noe behov for å etablere en sikringsfondsordning for verdipapirregistre, som foreslått nedenfor. *Disse medlemmer* mener at de krav til kapital og øvrig sikkerhetsstilling som utvalget har lagt opp til i lovforslaget er tilstrekkelig. *Disse medlemmer* viser i den forbindelse til forslaget om å opprette en stiftelse som skal fungere som en sikringsordning for verdipapirregistre, ikke er framkommet som resultat av at det isolert sett vurderes som påkrevet med en slik sikringsordning, men er oppstått som en løsning på «problemet» med hva kapitalen som oppstår ved omdanningen skal brukes til.

Disse medlemmer mener at avsetning av salgsprovenyet i en sikringsfondsordning for verdipapirregistre er problematisk av flere grunner. Det er for det første betenkelig at de som kjøper aksjer i det nydannede selskapet på denne måten får «tilbakebetalt» kjøpesummen. Dette modereres noe dersom det legges restriksjoner på bruken av salgsprovenyet, for eksempel ved at ord-

ningen skal gjelde alle norskregistrerte verdipapirregistre og at egenkapitalen i det kriserammede registeret først må avskrives før fondet kommer til anvendelse. Det er imidlertid lite trolig at det innen overskuelig fremtid vil etableres andre norske verdipapirregistre. Dette innebærer at fondet først og fremst vil være en sikkerhet for de nye eierne av VPS. Et slikt fond vil i realiteten subsidiere disse eierne ved at det gis et incitament til å drive med en mindre egenkapital enn det som ellers ville vært nødvendig for å sikre tillit i markedet. Tilliten blant markedsaktører og eventuelle lånekreditorer kan likevel opprettholdes på grunn av sikringsfondet. Redusert egenkapital gir i denne situasjonen eierne økt avkastning fordi andre finansieringskilder på grunn av mindre risiko ikke har de samme avkastningskrav som stilles til egenkapital. Dette gir incitament til moralsk hasard ved at eierne investerer minst mulig egenkapital i VPS, men likevel opprettholder tillit via et sikringsfond som er finansiert med den kjøpesum de selv har betalt for selskapet. I prinsippet vil den skisserte situasjon være tilfelle inntil eierne har investert så mye egenkapital i selskapet at de vil være indifferente overfor fondets eksistens.

Disse medlemmer vil i tillegg vise til at dersom salgsprovenyet legges inn i et slikt sikringsfond, eller legges direkte inn i selskapet som bundet egenkapital, vil dette også i betydelig grad vanskeliggjøre en videre omstrukturering ved fusjoner eller oppkjøp. Dette vil trolig være spesielt problematisk ved internasjonale fusjoner. I en slik situasjon vil det måtte tas stilling til om fondet så å si skal «følge med på lasset», med de følger dette måtte få for redusert kontroll med fondet. Alternativet er at det på nytt må tas stilling til bruken av fondets midler, og trolig også organisering.

På denne bakgrunn går *disse medlemmer* mot forslaget om at salgsprovenyet helt eller delvis skal legges i en sikringsfondsordning for verdipapirregistre eller legges inn i det nye selskapet som bundet egenkapital.

Disse medlemmer foreslår at salgsprovenyet i sin helhet overføres statskassen. *Disse medlemmer* har lagt til grunn at en slik løsning ikke vil være i strid med Grunnlovens § 105. Etter *disse medlemmers* syn vil den foreslåtte løsning ikke innebære en ekspropriasjon som utleder erstatningsplikt. Subsidiært kan deler av salgsprovenyet overføres til en stiftelse med et formål som bør ha et relativt vidt spenn, som for eksempel støtte til næringslivsrelatert forskning og utdanning.

Medlemmene *Bergsåker, Dahl, Ekeren Bjone, Hellstrøm, Jørgensen og L'Abée-Lund* finner i likhet med Børslovutvalget at den mest hensiktsmessige løsningen ved omdannelse av institusjoner som børs og VPS synes å være at provenyet fra salget av aksjene i den omdannede institusjonen eies av en stiftelse. Etter disse *medlemmers* syn bør provenyet av aksjesalget tilføres en stiftelse og utgjøre grunnkapitalen i denne. Grunnkapitalen vil gi avkastning som medfører at denne kapital vil øke, dersom avkastningen er større enn de utgifter stiftelsen har og de utdelinger den måtte foreta. Avkastningen av kapitalen bør kunne anvendes til å øke stiftelsens kapital dersom dette anses hensiktsmessig. Det bør imidlertid også kunne være aktuelt å foreta utdelinger som reduserer kapitalen, dersom det finnes forsvarlig etter konkrete vurderinger. Det må gis egne regler om dette i stiftelsens vedtekter.

Stiftelsens grunnkapital bør, etter disse medlemmers syn, ha som hovedformål å tjene til hel eller delvis dekning av mulig erstatningsansvar som følge av at et verdipapirregister i fremtiden ikke er i stand til å dekke erstatningskrav etter registreringsfeil. På denne måte vil hele markedet for verdipapirregistreringsvirksomhet nyte godt av stiftelsen. Den vil således bidra til en bedret markedsfunksjon.

Disse medlemmer mener stiftelsen også bør ha anledning til å foreta utdelinger som ikke knytter seg til erstatningsutbetalinger. Utdelinger bør gå til formål som kan bidra til å styrke det norske verdipapirmarkedet.

Medlemmene *Birkeland, Wergeland* og *Økland* mener at en stiftelse som skal ha til formål å utgjøre en sikringsordning for foretak med konsesjon til å drive rettighetsregistrering etter verdipapirregisterloven og således vil gjelde også for eventuelle nyetableringer, må karakteriseres som en «gavepakke» til de nye verdipapirregistre som måtte bli etablert og som overhodet ikke har bidratt til denne kapitalen. Derimot vil de som har bidratt til grunnkapitalen måtte pålegges å gi fra seg denne. Dette vil være urimelig. I tillegg vil en sikringsordning inneholde et element av «moral hazard» i relasjon til etablering av ny virksomhet som verdipapirsentral og således svekke incentivene for soliditet og sikkerhet i disse. *Mindretallet* mener at verdipapirmarkedet i Norge ikke vil være tjent med en slik utvikling.

Dersom den kapitalen som oppstår ved salg av aksjene skal plasseres i en stiftelse regulert av stiftelsesloven, vil en slik «herreløs» stiftelse i tilfellet utgjøre et markert maktsenter i det norske verdipapirmarkedet. Det synes for mindretallet som mer uheldig å ha en slik betydelig og nærmest evigvarende aktør i markedet som ikke har noen eier, enn det skåret i den rene aksjeselskapsformen det vil innebære dersom salgsprovenyet fra omdanningsprosessen inngår som et bundet fond i det nye verdipapirregisterselskapet, jf. beskrivelsen ovenfor. Faren for at et slikt bundet fond skal representere en «gavepakke» til de initielle eierne, synes også liten ved bruk av offentlig spredningssalg-modellen som foreslått.

Disse medlemmer viser også til erfaringene fra Danmark der et bundet fond i Københavns Fondsbørs AS, som ble opprettet ved omdannelsen av denne børsen, ikke var til hinder for et oppkjøp av det danske clearingselskapet.

Disse medlemmer finner videre forslaget om å overføre hele eller deler av den kapital som ligger i VPS til den norske stat i form av aksjekapital eller i form av en tilføring til statskassen, uheldig. Også dette vil bety at de som har bidratt til grunnkapitalen må pålegges å gi fra seg denne, noe som vil være urimelig. Det vil dessuten bety at VPS hindres i å bygge opp en tilstrekkelig finansiell styrke, som igjen legger VPS mer åpen for utenlandske konkurrenter.

Dette mindretall går derfor inn for at salgsprovenyet fra omdanningsprosessen inngår som et bundet fond i det nye verdipapirregisterselskapet.

Medlemmene *Bergsåker, Birkeland* og *Kleven* vil, forutsatt at salgsprovenyet blir overført til staten i tråd med førstnevnte forslag, gå inn for at staten delvis gis provenyet i form av aksjer i VPS begrenset til 20 % eierandel. Disse medlemmene mener at VPS utgjør en så viktig del av den nasjonale verdipapirkjeden at det ville være uheldig om institusjonen i omdannelsesfasen kom i en usikker stilling med hensyn til de øvrige deler av verdipapirkjeden. I en overgangsfase til eiersituasjonen og andre forhold i verdipapirmarkedet er avklart og stabilisert, mener disse medlemmene at en statlig eierandel som foreslått vil kunne virke positivt. Det vises her til at et slikt grep blant annet ble gjort av den svenske stat i forbindelse med omdanningen av Stockholm Fondbørs, og er et hensiktsmessig grep hvor særlige samfunnsmessige interesser må ivaretas.

Medlemmet *Krokeide* mener at en vesentlig del av den kapitalen som fremkommer ved den kombinerte omdannelsen av Oslo Børs og oppgjørskdelen av VPS, bør videreføres som bundne fond i henholdsvis allmennaksje-

selskapet og datterselskapet. Denne modellen betinger formodentlig at deler av den fremtidige aksjekapitalen i allmennaksjeselskapet legges ut til offentlig tegning til høyest mulig overkurs. Den delen av kapitalen som ikke blir videreført i slike bundne fond, bør tilfalle statskassen.

23.4.4 Skattespørsmål

Verdipapirsentralen er etter skatteloven 1999 § 2-30 første ledd bokstav j, fritatt for formues- og inntektsskatt. Et nyetablert verdipapirregister og VPS etter en eventuell omdannelse, bør være skattesubjekt som ethvert annet næringsdrivende foretak. Etter utvalgets syn bør imidlertid omdannelse kunne skje uten at dette utløser skatteplikt for allmennaksjeselskapet eller en eventuell stiftelse. *Utvalget* legger til grunn at Finansdepartementet vurderer hvorvidt en skattefri omdannelse kan skje uten særlig lovbestemmelse.

Kapittel 24

Tilsyn, straff

24.1 Gjeldende regulering

Etter vpsl. § 2-13 skal Kredittilsynet føre tilsyn med «Verdipapirsentralens og kontoførernes virksomhet». De nærmere bestemmelsene om tilsynets virksomhet fremgår av lov 7. desember 1956 nr. 1 om tilsynet for kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper og verdipapirhandel mv. (Kredittilsynet). Etter tilsynsloven § 3 skal Kredittilsynet se til at de institusjoner det har tilsyn med virker på en hensiktsmessig og betryggende måte. Tilsyn føres blant annet for finansinstitusjoner, verdipapirforetak, oppgjørssentraler og forvaltningsselskaper for verdipapirfond. Tilsynet skal sikre at VPS i sin virksomhetsutøvelse holder seg innenfor den regulering som er gitt for virksomheten. Institusjoner under tilsyn plikter å la Kredittilsynet få gå gjennom sine protokoller, bøker, dokumenter og beholdninger av enhver art og gi alle opplysninger som tilsynet måtte kreve. I tillegg til bestemmelsen i tilsynsloven § 4 om adgang til å gi foretak underlagt tilsyn pålegg, gir vpsl. § 2-13 Kredittilsynet en generell kompetanse til å gi VPS de «pålegg den finner nødvendig».

24.2 Utvalgets vurdering

De fleste tilbydere av tjenester i finansmarkedet er underlagt tilsyn, jf. kredittilsynsloven § 1. Dette er gjort bl.a. for å verne samfunnsinteresser og å motvirke at den offentligrettslige reguleringen blir brutt. VPS utgjør en viktig del av infrastrukturen i verdipapirmarkedet. Tilsyn med verdipapirregistreringsvirksomheten vil kunne sikre at virksomheten drives effektivt og betryggende, og innenfor de rammer som stilles i lov, forskrift eller i konsesjonsvilkårene. Etter *utvalgets* syn bør derfor verdipapirregistreringsvirksomhet underlegges tilsyn. *Utvalget* mener videre at et effektivt tilsyn best kan foretas av Kredittilsynet og foreslår derfor at Kredittilsynet skal være tilsynsorgan for registreringsvirksomhet. Det vises i denne sammenheng til at oppgjørsvirksomhet etter vphl. [\(Link til \)](#) kapittel 6 er underlagt tilsyn av Kredittilsynet og til at dette også er foreslått for børser i Børslovutvalgets utkast § 8-1.

Tilsynet vil for det første ha som formål å sikre at et verdipapirregister i sin virksomhetsutøvelse holder seg innenfor den regulering, herunder eventuelle konsesjonsvilkår, som er gitt for virksomheten. Tilsynet vil kunne bestå av både stedlig tilsyn ved besøk i det aktuelle rettighetsregister og dokumentbasert tilsyn ved regelmessig rapportering fra foretaket. I denne sammenheng bør, etter *utvalgets* syn, tilsynsenheten pålegges opplysningsplikt om alle forhold som tilsynsmyndigheten vil kunne ha interesse av i sin tilsynsvirksomhet. Etter kredittilsynsloven § 3 annet ledd annet punktum plikter institusjon under tilsyn når som helst å la tilsynet få gå gjennom protokoller, regnskap, opplysninger, bøker osv. og «gi alle opplysninger som tilsynet måtte kreve». Videre gir kredittilsynsloven § 4 nr. 3 tilsynet hjemmel til å pålegge tilsynsenheten «å sende inn andre oppgaver og opplysninger, som tilsynet mener det

trenger for å kunne utføre sitt verv». Etter *utvalgets* syn gir disse reglene tilstrekkelig hjemmel for Kredittilsynet til å kreve opplysninger som er nødvendig for tilsynet. *Utvalget* foreslår derfor ikke en egen bestemmelse om dette i utkastet til lov om registrering av finansielle instrumenter.

Videre er et effektivt tilsyn avhengig av at tilsynsmyndigheten kan pålegge foretaket å rette på forholdet dersom det avdekkes brudd på reguleringen av virksomheten. Regler om adgang for tilsynet til å gi pålegg er gitt blant annet i kredittilsynsloven § 4 nr. 8 og 9 og i § 4a. *Utvalget* ser ikke behov for å gi særregler i verdipapirregisterloven om Kredittilsynets adgang til å gi pålegg.

Utvalget foreslår at kredittilsynsloven § 1 endres slik at verdipapirregistre inngår i den oppregningen av institusjoner som Kredittilsynet har tilsyn med. Det foreslås videre en regel i verdipapirregisterloven som fastslår at verdipapirregistre er underlagt tilsyn. En slik regel vil i utgangspunktet ikke være nødvendig i tillegg til kredittilsynsloven § 1, men foreslås av rent informative grunner.

24.3 Straffesanksjoner

Utvalget antar at regler om tilsynsmyndighetenes adgang til å gi administrative sanksjoner for brudd på lovgivningen bør suppleres med bestemmelser om straffesanksjoner. Dette kan bidra til disiplin med hensyn til overholdelse av den regulering som gjelder for verdipapirregistre. Gjeldende vpslov inneholder en bestemmelse om straffeansvar i lovens § 8-1. Bestemmelsen lyder:

«Tillits- og tjenestemenn og revisorer som forsettlig eller uaktsomt overtrer bestemmelsene i denne lov eller forskrifter gitt med hjemmel i loven, eller som medvirker til slik overtredelse, straffes med bøter og under særlig skjerpene omstendigheter med fengsel inntil tre måneder, hvis handlingen ikke går inn under noen strengere straffebestemmelse.»

Utvalget kjenner ikke til at det er behov for en materiell endring av straffebestemmelsen i gjeldende vpslov. *Utvalgets* forslag til § 12-2 er noe annerledes utformet, men antas å stemme overens med gjeldende rett.

Kapittel 25

Forslagets administrative og økonomiske konsekvenser

Utvalget har lagt til grunn at forslaget vil bidra til å oppfylle hensynet til et «sikkert, effektivt og velfungerende marked», jf. [\(Link til \)](#) kapittel 8, og at forslaget samlet sett vil bidra til en effektivisering av det norske verdipapirmarkedet. Videre legger forslaget, etter *utvalgets* syn, til rette for integrering av de ulike deler av «verdipapirkjeden».

Utvalget har foreslått at det åpnes for konkurranse i markedet for registreringstjenester. Etter *utvalgets* syn vil forslaget kunne komme utstedere og investorer til gode i form av bedre tjenester og lavere pris.

25.1 Administrative og økonomiske konsekvenser for det offentlige

Etter *utvalgets* forslag vil VPS' enerett oppheves, og verdipapirregistreringsvirksomhet vil være konsesjonspliktig. Dette medfører at myndighetene vil måtte kunne forholde seg til flere verdipapirregistre. Videre har *utvalget* foreslått at enkelte regler for virksomheten som i dag er lovfestet, skal fastsettes av det enkelte register. Disse reglene skal godkjennes av Kredittilsynet. Dette vil kunne medføre behov for økt kapasitet og kompetanse for Kredittilsynet.

Flertallet har foreslått at plikten til registrering, med unntak av aksjer og tegningsretter i allmennaksjeselskaper, oppheves. Etter forslaget skal plikten til skatterapportering pålegges utsteder av de finansielle instrumentene. En opphevelse av registreringsplikten vil, i en overgangsperiode, kunne medføre noe merarbeid for skattemyndighetene. *Utvalget* antar imidlertid at dette kun vil gjelde i en overgangsperiode til de nye rutinene for skatterapportering er etablert. I kapittel 15 er adgangen til forvalterregistrering drøftet. *Utvalgets flertall* foreslår en adgang til forvalterregistrering av finansielle instrumenter med unntak av aksjer og tegningsretter i allmennaksjeselskaper. Som nevnt i kapittel 15 vil forvalterregistrering kunne vanskeliggjøre Kredittilsynets tilsynsoppgaver. Det vises til drøftelsen i kapittel 15 for en nærmere beskrivelse av konsekvensene som forvalterregistrering medfører, og *utvalgets* vurdering av de kryssende hensyn.

Etter forslaget skal selskap som driver verdipapirregister være underlagt tilsyn av Kredittilsynet. I og med at VPS etter gjeldende rett er underlagt tilsyn av Kredittilsynet, antar utvalget at forslaget i bare beskjeden grad vil medføre økt ressursbruk i forbindelse med tilsynet av verdipapirregistre.

Utvalget viser til at Kredittilsynets utgifter utlignes på tilsynsobjektene, jf. kredittilsynsloven § 9. Eventuelle nyetableringer eller annen økning av aktivitetsnivået vil derfor neppe føre til økte utgifter for det offentlige.

25.2 Administrative og økonomiske konsekvenser for private

Etter *utvalgets* syn vil forslaget gi grunnlag for økt konkurranse og kostnadseffektivitet i det nasjonale verdipapirmarkedet, med bedre produkter og lavere pris for brukerne som mulig resultat. *Utvalget* har lagt til grunn at forslaget vil gi verdipapirregistrene fleksibilitet med hensyn til hvordan virk-

somheten innrettes. Det vises til kapittel 16 og 17 om *utvalgets* vurdering av reguleringen av det enkelte verdipapirregisters innretning av registrene.

Utvalget har i kapittel 10 vurdert forskjellige organisasjonsformer for verdipapirregistre. I denne vurderingen har utvalget lagt vekt på at verdipapirregistre bør organiseres slik at virksomheten får en tilstrekkelig fleksibel styringsstruktur, slik at virksomheten blir konkurransedyktig. Det vises til kapittel 10 for den nærmere vurdering av de ulike hensyn som gjør seg gjeldende ved valg av organisasjonsform.

En omdannelse av VPS til allmennaksjeselskap vil, for en avgrenset periode, være ressurskrevende for sentralen. Videre vil overgangen til ny lov ventelig medføre noe merarbeid for VPS. Dette antas å gjelde selv om utvalget har lagt vekt på at forslaget bør gi VPS mulighet til å videreføre virksomheten slik denne er organisert i dag.

Utvalgets forslag legger opp til at det skal være mulig å etablere nye verdipapirregistre i tillegg til VPS. Eventuelle nyetableringer vil imidlertid i en overgangsperiode kunne kreve tilpasning for markedsaktørene, ved at disse må forholde seg til flere registre. Imidlertid mener *utvalget*, som tidligere nevnt, at forslaget vil kunne komme brukerne til gode i form av bedre tjenester og lavere pris.

Kapittel 26

Merknader til de enkelte bestemmelser*Kapittel 1. Innledende bestemmelser**Til § 1-1 Virkeområde*

Paragrafen regulerer lovens virkeområde. Loven gjelder bare registrering med slike rettsvirkninger som følger av loven. Rettsvirkningene finnes først og fremst i lovens ([Link til](#)) kapittel 9. Registre over finansielle instrumenter uten slike rettsvirkninger kan etableres uten hinder av denne lovens regler, dvs. uten hinder av lovens krav om konsesjon mv.

Til § 1-2 Verdipapirregisterets utfyllende regler

Som det framgår av drøftelsen under pkt. 17.1, anser *utvalget* det mest tjenlig at verdipapirregistrene gis en stor grad av frihet til å bestemme blant annet innretningen av selve registrene og framgangsmåten ved registreringen. Lignende synspunkter er lagt til grunn ved utarbeidelsen av rettsvernsreglene. Lovutkastet § 1-2 fastslår at de regler som etter lovutkastet skal gis av verdipapirregisteret skal godkjennes av Kredittilsynet. Det samme gjelder senere endringer i reglene. I kraft av sin godkjennelsesmyndighet kan Kredittilsynet sette vilkår for godkjennelsen. Det henvises i denne henseende til den alminnelige forvaltningsretten.

Verdipapirregisteret fastsetter etter *utvalgets* lovforslag § 7-5 regler om bl.a. hvem som skal kunne foreta registreringer direkte i registeret. Det skal også fastsettes hvilke typer registreringer de enkelte kan foreta, og om de kan foreta registreringene på vegne av andre, eller utelukkende på egne vegne. Dette er nærmere drøftet under pkt. 16.4. Det skal i tillegg gis bestemmelser om framgangsmåten ved utstedelsen av et finansielt instrument, og framgangsmåten der et finansielt instrument ikke lenger skal være registrert i verdipapirregisteret, jf. § 2-3. Verdipapirregisteret kan for øvrig statuere en plikt til å registrere visse typer finansielle instrumenter på enkeltkonti, jf. § 7-2 annet ledd. Samme bestemmelse slår fast at registeret kan bestemme at det må opprettes egne konti for bestemte formål. I tillegg fastsetter verdipapirregisteret regler om endringsmeldinger, jf. § 7-8 annet ledd og om beholdningsoversikter, jf. § 7-9 annet ledd. Verdipapirregisteret er dessuten gitt hjemmel til å fastsette hvilke opplysninger som skal registreres om de ulike typer finansielle instrumenter, jf. § 8-2. Det kan her nevnes at det må særskilt fastsettes dersom det ikke skal være allment innsyn i de aktuelle opplysningene, jf. § 10-2 sjette ledd. I tillegg fastsetter verdipapirregisteret regler om klagenemndens oppnevning og sammensetning, jf. § 11-3 annet ledd.

Verdipapirregistrene fastsetter videre en rekke viktige bestemmelser av betydning for rettsvern og prioritet, herunder skal det etter *utvalgets mindretalls* forslag fastsette regler om prioritering mellom flere overføringer som skal foretas samme dag, jf. § 9-1. Tidspunktet for når en overføring har rettsvern, jf. § 9-4 og for når en rettsstiftelse eller åpning av insolvensbehandling er anmeldt til verdipapirregisteret, jf. § 9-5, skal også fastsettes i verdipapirregisterets regler.

Kapittel 2. Rett til registrering

Til § 2-1 Finansielle instrumenter som kan utstedes i verdipapirregister

Paragrafen bestemmer hvilke finansielle instrumenter som kan utstedes i et verdipapirregister med de rettsvirkninger som følger av loven. Hvorvidt verdipapirregisteret i tillegg kan opprette og drive registre over andre formuesgoder uten slike rettsvirkninger, reguleres av § 5-1 om virksomhetsbegrensning.

I lovforslaget benyttes uttrykket «utstedelse» om den initiale registrering av et ISIN etter beslutning av utstederen eller andre, jf. nærmere regler i § 2-2. Dermed skilles denne initiale opptakelse til registrering av det finansielle instrumentet som helhet terminologisk fra registrering av rettigheter til de enkelte eksemplarer. Denne terminologien er forsøkt fulgt opp i andre deler av lovforslaget. Det er imidlertid i en enkelt sammenheng vanskelig å omtale den initiale opptakelse til registrering som «utstedelse», se § 2-2 om finansielle instrumenter utstedt i utlandet. Her er uttrykket «tas opp til registrering» benyttet i stedet.

Etter *første ledd første punktum* kan finansielle instrumenter som nevnt i verdipapirhandelovens (vphl.) § 1-2 annet ledd, utstedes i et verdipapirregister. Denne henvisningen innebærer at adgangen til utstedelse gjennom verdipapirregistre vil være knyttet til de formuesgoder som til enhver tid regnes som finansielle instrumenter etter verdipapirhandelloven. Dersom det utvikles nye produkter som tas inn i vphl. § 1-2 annet ledd, vil disse uten videre kunne tas opp til registrering i registeret.

Ikke alle finansielle instrumenter som er regnet opp i vphl. § 1-2 annet ledd, er idag gjenstand for vanlig omsetning. For disse vil de sentrale regler om negotiabilitet og rettsvern i [\(Link til\)](#) kapittel 9 ha liten eller ingen betydning. Utvalget har likevel funnet det hensiktsmessig å knytte adgangen til utstedelse i registeret til oppregningen i vphl. § 1-2 annet ledd. Det vises her til redegjørelsen i pkt. 14.3.1.

Etter *første ledd annet punktum* kan departementet gjøre unntak fra bestemmelsen i første punktum. Det kan for det første bestemmes at bestemte typer finansielle instrumenter ikke skal kunne tas opp til registrering. Dette kan være aktuelt dersom det utvikles nye typer finansielle instrumenter som tas inn i vphl. § 1-2 annet ledd, men som ikke egner seg for utstedelse i et verdipapirregister med de rettsvirkninger som følger av dette. Adgangen til å gjøre unntak kan imidlertid også benyttes dersom det viser seg at en av de eksisterende typer ikke egner seg for slik utstedelse. For det andre kan det bestemmes at formuesgoder som ikke regnes som finansielle instrumenter etter vphl. § 1-2 annet ledd, skal kunne utstedes i et verdipapirregister. Det vises her til redegjørelsen under pkt. 14.3.1.

Annet og tredje ledd inneholder regler som skal hindre innbyrdes uforenlige omsetninger og andre rettsstiftelser knyttet til ett og samme finansielt instrument. Dersom det er utstedt dokument som representerer det finansielle instrumentet på en måte som kan komme i strid med lovens regler, er opptak til registrering etter *annet punktum* betinget av at dokumentet makuleres eller at det på annen måte sikres mot å komme i omsetning. For sikkerhets skyld bestemmes det så i *tredje punktum* at dokumentets negotiabilitetsvirkninger, og eventuelle andre virkninger som kan komme i strid med lovens regler, opphører ved opptak til registrering. Dette innebærer at rettsvirkningene av registrering i registeret går foran eventuelle motstridende dokumentbaserte rettsvirkninger. Etter *fjerde punktum* skal departementet kunne gi nærmere regler om innkalling av dokumenter ved overgang til utstedelse i et verdipapirregister.

Mens annet ledd tar sikte på å hindre konflikt i forhold til dokument-baserte rettsvirkninger, tar *tredje ledd* sikte på å hindre konflikt som følge av utstedelse gjennom flere registre. Ifølge *første punktum* kan opptak til registrering ikke skje dersom det finansielle instrumentet allerede er utstedt i et norsk verdipapirregister, eller i et utenlandsk register med rettsvirkninger som kan komme i strid med registreringen i det norske registeret. Forbudet mot dobbel registrering er ikke til hinder for etablering av forbindelser mellom to registre, dersom dette gjøres på en måte som effektivt er til hinder for omsetning av, eller stiftelse av rettigheter i, ett og samme eksemplar av et finansielt instrument under herredømme av mer enn ett register. På samme vilkår er forbudet heller ikke til hinder for opprettelse av delregister over et finansielt instrument som også er registrert i et annet register. I *annet punktum* er det for sikkerhets skyld bestemt at opptak til registrering i strid med reglene i første punktum, skal være uten rettsvirkninger etter denne lov. Slik registrering kan imidlertid innebære erstatningsansvar for registeret etter lovens regler om dette, jfr. henvisningen til § 11-1.

Til § 2-2 Beslutning om utstedelse i verdipapirregister

Etter *første ledd første punktum* er det utstederen av norske verdipapirer og andeler i norske verdipapirfond som bestemmer om disse skal utstedes i et verdipapirregister. Utstederen bestemmer også hvilket verdipapirregister som skal benyttes. For aksjer er det vedkommende aksjeselskap som er utsteder, mens det for obligasjoner og andre låneinstrumenter er låntakeren som er utsteder. For andeler i verdipapirfond er det vedkommende forvaltningsselskap som forestår utstedelsen av nye andeler. For andre norske finansielle instrumenter inneholder ikke lovforslaget bestemmelser om hvem som skal beslutte registrering i et verdipapirregister. *Utvalget* antar at dette for derivaters del i praksis vil være en børs eller en oppgjørssentral, ev. den forpliktete etter derivatkontrakten.

Loven regulerer ikke hvilket organ hos utstederen som treffer vedtak om utstedelse i et verdipapirregister. Dette reguleres av lovgivning og andre rettsregler som gjelder for de enkelte utstederne.

Utstederens frihet til å velge utstedelse av finansielle instrumenter i et verdipapirregister kan begrenses ved lov eller bestemmelser gitt i medhold av lov. Se nærmere om dette redegjørelsen under pkt. 14.3.1, jf. lovforslaget § 2-1 første ledd annet pkt. og pkt. 14.3.2. Valgfriheten kan i praksis også være begrenset ved at registrering i et verdipapirregister, eventuelt i et bestemt register, er satt som vilkår for notering på en bestemt børs. Også dette er nærmere beskrevet under 14.3.2.

Lovforslaget inneholder ingen regler om registrering (utstedelse) av utenlandske finansielle instrumenter. Nærmere regler om dette, f.eks. krav om beslutning av utenlandsk utsteder, ville kunne skape uklarhet omkring muligheten for inngåelse av forskjellige former for forbindelser mellom norske og utenlandske registre.

Når utenlandske finansielle instrumenter er opptatt til registrering i et norsk register, vil norske rettsregler om negotiabilitet, rettsvern mv. gjelde i den utstrekning dette følger av norsk eller fremmed interlegal rett (avhengig av hvor tvisten skal løses). Det samme gjelder for øvrig også for finansielle instrumenter utstedt av norsk utsteder i norsk register, dersom det aktuelle rettsspørsmål har tilknytning til fremmed stat, f.eks. som følge av at det er omsatt der.

Annet ledd inneholder en regel om at et verdipapirregister ikke kan nekte å ta opp et finansielt instrument til registrering, med mindre virksomhetsområdet er begrenset ifølge vedtektene eller det foreligger saklig grunn for nektelse. Bestemmelsen knytter seg til regelen i første ledd første punktum om utstedelse etter beslutning av utsteder. Bestemmelsen er nærmere omtalt under pkt. 17.5.3.

Til § 2-3 Konvertering av finansielle instrumenter

Det er foreslått enkelte regler om utstedelsen i § 2-1. Herunder kan departementet gi regler om innkalling av dokumenter ved overgang til utstedelse i et verdipapirregister. Det er imidlertid behov for en nærmere regulering av framgangsmåten der et finansielt instrument utstedes via et verdipapirregister, eller ev. ikke lenger skal være registrert i det aktuelle verdipapirregisteret. Disse bestemmelsene bør fastsettes av det enkelte verdipapirregister. Bestemmelsen i utkastet § 1-2 får anvendelse på disse reglene. De skal således godkjennes av Kredittilsynet.

Viktige hensyn ved utformingen av de aktuelle reglene er å sikre at eiere av og eventuelle rettighetshavere i de finansielle instrumentene ikke lider rettstap i forbindelse med konvertering av de finansielle instrumentene. Dessuten må reglene gi anvisning på smidige løsninger. Lovforslaget § 2-3 er nærmere drøftet under pkt. 17.4.3.

For aksjeselskaper gir asl. § 4-11 visse regler om framgangsmåten ved utstedelse av aksjer i et verdipapirregister, og der de ikke lenger skal være registrert i verdipapirregisteret.

Kapittel 3. Konsesjon

Til § 3-1 Vilkår for å drive virksomhet som verdipapirregister

Bestemmelsen i første ledd fastslår en konsesjonsplikt for verdipapirregistreringsvirksomhet. Foretak som driver verdipapirregister må være organisert som allmennaksjeselskap, jf. *annet ledd*. Et mindretall bestående av L'Abée-Lund foreslår at verdipapirregister også skal kunne organiseres som selveiende institusjon. Tredje ledd oppstiller krav til styre og ledelse for at konsesjon skal kunne gis. Regelen inneholder et «fit and proper» krav tilsvarende verdipapirhandelloven § 7-2 og Børslovutvalget NOU 1999:3 § 3-3. Kravene til styre og ledelse gjelder også ved endringer i disse, jf. § 4-2.

Siste ledd fastslår at et verdipapirregister til enhver tid skal ha en ansvarlig kapital som er forsvarlig ut fra omfanget og risikoen ved selskapets virksomhet. Det vil ligge under Kredittilsynets tilsynsoppgaver å påse at forsvarlighetskravet er oppfylt. Dersom kravet ikke er oppfylt vil tilsynet kunne pålegge foretaket å rette på forholdet. I særlige tilfeller vil konsesjonen kunne tilbakekalles.

Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 11.4.

Til § 3-2 Søknad om tillatelse

Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 11.3.

Til § 3-3 Endring og tilbakekall av konsesjon

Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 11.6. Til bestemmelsens *første ledd nr. 3* vises det til de generelle krav til styremedlemmer og ledelsen i

utkastet § 3-1 tredje ledd, jf. § 4-2 tredje ledd. Dersom disse vilkårene ikke lenger er oppfylt, vil dette kunne gi grunnlag for tilbakekall av tillatelsen.

Til § 3-4 Sammenslåing, deling, mv

Etter utvalgets syn bør det være en kontroll med foretaksendringer. Bestemmelsen må ses i sammenheng med bestemmelsene i utkastet § 4-5 og § 13-1. Det vises til omtalen i kapittel 22.

Til § 3-5 Virksomhet i utlandet

Bestemmelsen stiller krav om at foretak som ønsker å etablere virksomhet i utlandet gjennom datterselskap eller filial, melder fra til Kredittilsynet før slik etablering finner sted. Dette vil gi konsesjons- og tilsynsmyndighetene oversikt over foretakets virksomhet i utlandet, samtidig som det gir myndighetene foranledning til å vurdere lovens anvendelse på virksomheten i utlandet.

Kapittel 4. Selskapsrettslige bestemmelser

Til § 4-1 Styre og ledelse

Bestemmelsen fastslår at et verdipapirregister skal ha et styre med minst fem medlemmer. Utvalget har lagt til grunn at det kan være behov for et større styre enn allmennaksjelovens minimum. Dette er i samsvar med blant annet Banklovkommisjonens forslag i NOU 1998:14. Bestemmelsen er nærmere omtalt i pkt. 11.4.3.3.

Til § 4-2 Endringer i ledelsen

Bestemmelsen må ses i sammenheng med § 3-1 tredje ledd om krav til styremedlemmer og ledelse. Bestemmelsen er utarbeidet etter mønster av verdipapirhandelloven § 12-2 annet ledd, Banklovkommisjonens forslag i NOU 1998:14 Finansforetak § 5-22 og Børslovutvalgets forslag i NOU 1999:3 § 3-4. Bestemmelsen er nærmere omtalt i [\(Link til Organer\)](#) kapittel 11.4.3.3 og 11.4.3.4

Til § 4-3 Vedtekter

Det følger av asal. § 2-2 at et allmennaksjeselskap skal ha vedtekter. Utvalget foreslår at et verdipapirregisters vedtekter, herunder vedtektsendringer, skal godkjennes av departementet, med mindre annet er fastsatt i forskrift.

Til § 4-4 Internkontroll

Bestemmelsen er en videreføring av regler som følger av forskrift 20. juni 1997 nr. 1057 om klargjøring av kontrollansvar, dokumentasjon og bekreftelse på den interne kontrollen, fastsatt med hjemmel i kredittilsynsloven § 4. Bestemmelsen er omtalt i pkt. 11.4.5.

Til § 4-5 Sammenslåing, deling mv

Bestemmelsen fastslår at vedtak om sammenslåing, deling og avhendelse av en vesentlig del av virksomheten skal treffes av generalforsamlingen med

flertall som for vedtektsendring. Bestemmelsen må ses i sammenheng med bestemmelsene i utkastet § 3-4 og § 13-1. Det vises til omtale i kapittel 22.

Kapittel 5. Virksomhetsregler

Til § 5-1 Virksomhetsbegrensning

Første ledd første punktum fastslår at et verdipapirregister ikke kan drive annen virksomhet enn det som har naturlig sammenheng med registreringsvirksomheten. Annet punktum gir hjemmel for departementet til å gi regler om hvilken virksomhet et verdipapirregister kan drive. Med «naturlig sammenheng med» benyttes samme uttrykk som i virksomhetsreglene for verdipapirforetak, jf. vphl. § 8-3, noe utvalget anser hensiktsmessig. Endringen av uttrykk fra «knyttet til» til «naturlig sammenheng med» er ikke i seg selv ment å innebære en endring av virksomhetsbegrensningen. Imidlertid har virksomhetsbegrensningen etter forslaget en noe annen begrunnelse i og med at eneretten foreslås opphevet, noe som vil kunne tilsi et utvidet virksomhetsområde, avhengig av konkurransesituasjonen. Spørsmålet om hva som har naturlig sammenheng med verdipapirregistreringsvirksomheten må undergis en konkret og dynamisk tolkning over tid.

Et norsk verdipapirregister vil kunne ha behov for å opptre som forvalter i et annet norsk eller utenlandsk register, for eksempel for å muliggjøre grenseoverskridende rettighetsregistrering. Etter utvalgets syn bør virksomhetsbegrensningen ikke være til hinder for at et verdipapirregister inngår samarbeid med, eller er forvalter hos, annet verdipapirregister.

Annet ledd foreslås for å gjøre det klart at virksomhetsreglene ikke er til hinder for at de ulike deler av verdipapirkjeden inngår i samme konsern etter reglene i § 6-2.

Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 13.

Kapittel 6. Eierbegrensningsregler mv

Til § 6-1 Hovedregel

Det foreslås en eierbegrensningsregel på 20 prosent. Dette er i samsvar med hva som gjelder for oppgjørsvirksomhet etter verdipapirhandelloven ([Link til](#)) kapittel 6 og med hva flertallet i Børslovutvalgets innstilling har foreslått. Første ledd har en regel om erverv av rett til å bli eier av aksjer. Denne likes tiller innehav av visse typer opsjoner med innehav av aksjer i selskapet. I annet ledd er det foreslått en hjemmel for departementet til å gjøre unntak i særlige tilfeller. Dette unntaket er fra utvalgets side ment å inkludere blant annet eierposisjoner utover grensen på 20 prosent som eies som ledd i en strategisk samarbeidsavtale, jf. et slikt unntak som er foreslått for børser for eierandeler opp til 30 prosent. Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 12.2.

Til § 6-2 Konsernforhold

Bestemmelsen foreslås for at eierbegrensningsreglene ikke skal være til hinder for at et verdipapirregister inngår i et konsern sammen med andre deler av verdipapirkjeden. Utvalget har lagt vekt på at det vil kunne være hensiktsmessig at et verdipapirregister inngår i et konsern med børs og/eller clearingsentral. Forutsetningen er at morselskapet er underlagt eierbegrensning i samsvar med utkastet § 6-1. Bestemmelsen er nærmere omtalt i ([Link til Unntak fra eierbegrensningsreglene](#)) kapittel 12.2.3.2. Bestemmelsen må for

øvrig ses i sammenheng med utvalgets vurdering av virksomhetsbegrensninger for verdipapirregistre, jf. § 5-1 og [\(Link til Nærmere om hvilken virksomhet et verdipapirregister bør kunne drive\)](#) kapittel 13.3.2.

Til § 6-3 Konsolidering

Bestemmelsen tilsvarende finansieringsvirksomhetsloven § 2-6 og Børslovutvalgets forslag i NOU 1999:3 § 4-3. Bestemmelsen foreslås for å forhindre omgåelse av eierbegrensningsreglene. Praksis i henhold til finl. § 2-6 vil kunne være veiledende, men særhensyn kan gjøre seg gjeldende. Det vises til omtale i pkt. 12.2.4.

Kapittel 7. Registrering av rettigheter til finansielle instrumenter

Til § 7-1 Registreringsberettigede

Bestemmelsen regulerer hvem som er berettiget til å anmelde overføringer av og rettsstiftelser i finansielle instrumenter som er registrert på konto i registeret. Registrering etter anmeldelse fra en som ikke er berettiget etter § 7-1, kan medføre erstatningsansvar for registeret etter § 11-1 første ledd.

Berettiget etter *første ledd* er den som fremstår som rette vedkommende ifølge registerets eget innhold. Dette omfatter også den som har rett til å disponere over de finansielle instrumenter i medhold av registrert fullmakt mv., jf. § 8-1 nr. 6. Fullmakten må i tilfelle være registrert etter anmeldelse fra den som i utgangspunktet fremstår som berettiget. Det er videre uttrykkelig bestemt at berettiget er også den som godtgjør at rettigheten er gått over til ham ved rettighetshaverens død.

Berettiget til å anmelde registrering av rettigheter i registrerte begrensede rettigheter, f.eks. frempansettelse av registrert panterett, er den som ifølge registeret er berettiget i forhold til den begrensede rettighet.

Erververen av finansielle instrumenter eller av begrensede rettigheter i finansielle instrumenter (f.eks. panthavere) er ikke berettiget til selv å anmelde sin rett til registrering med virkning for avhenderens/pansetterens konto. Dette er imidlertid ikke til hinder for at erververen/panthaveren kan formidle registreringsanmeldelsen fra den berettigede til registeret. Verdipapirregisteret bestemmer selv hvilke rutiner som skal følges for kontroll med at anmeldelsen stammer fra den som er berettiget, jf. § 7-5. Selv om disse rutiner er blitt fulgt, kan registeret bli erstatningsansvarlig etter § 11-1 første ledd for materielt uberettigede registreringer.

Slettelse av panterett mv. skjer ifølge *annet ledd* etter anmeldelse fra den berettigede etter panteretten mv., eller ved fremleggelse av bevis for at retten er falt bort. Registeret kan selv gi nærmere bestemmelser om hva som utgjør tilstrekkelig bevis. En uriktig slettelse i kraft av et uholdbart «bevis» vil kunne medføre erstatningsansvar for registeret etter § 11-1 første ledd. Dette gjelder selv om registeret har fulgt sine egne regler. Det er *utvalgets* forutsetning at erstatningsansvar for registeret for unnlatelse av å godta et bevis som tilstrekkelig, reguleres av § 11-1 fjerde ledd om skyldansvar.

Etter *tredje ledd* kan utstederen av et finansielt instrument anmelde slettelse av finansielt instrument fra konti i registeret, dersom det legges frem bevis for at det finansielle instrumentet er opphørt å eksistere på grunn av innfrielse eller annet forhold. Om krav til bevis og om registerets ansvar for å ha godtatt eller ikke godtatt et bevis som tilstrekkelig, vises til bemerkningene til

annet ledd ovenfor. Anmerkninger om andre forhold knyttet til et finansielt instrument (f.eks. renteendringer), reguleres av § 8-2.

At et finansielt instrument er innfridd, er prinsipielt sett ikke ensbetydende med at det er opphørt å eksistere, jf. § 9-7 om ekstinksjon av utstederens betalingsinnsigelse ved etterfølgende omsetning av det finansielle instrumentet.

Berettiget til å anmelde registrering er videre etter *fjerde ledd* enhver som etter annen lovgivning har rett eller myndighet til å stifte eller overføre rettigheter i eller til finansielle instrumenter uten samtykke av den som er nevnt i første ledd. Dette omfatter namsmyndigheter, skifteretter, vergemålsretter, organer for konkursboer osv. Det er *utvalgets* forutsetning at bestemmelsen også skal omfatte registrering av konkurs og umyndiggjøring.

Registeret kan etter § 7-5 utarbeide nærmere bestemmelser om hvordan anmeldelser fra de forskjellige myndigheter og organer mv. skal kunne skje, herunder om adgang til å foreta registrering direkte i registeret.

Regelen i *fjerde ledd* vil også kunne komme til anvendelse ved tvungen overføring av aksjer i datterselskap mv. etter allmennaksjelovens § 4-25. Ved tvist om det materielle grunnlag for tvungen overføring er til stede, gjelder § 7-5. Spørsmål om erstatningsansvar for registeret for å ha godtatt eller ikke godtatt en anmeldelse om tvungen overføring vil etter *utvalgets* forutsetning reguleres av § 11-1 *fjerde ledd* om skyldansvar.

Til § 7-2 Enkeltkonti og samlekonti (forvalterkonti)

Etter *første ledd første punktum* kan finansielle instrumenter registreres på enkeltkonti eller samlekonti (forvalterkonti) etter investors valg. At en samlekonto i lovteksten er beskrevet som en felleskonto for to eller flere investorer, er ikke til hinder for at kontoen til tider av spesielle grunner bare omfatter beholdning tilhørende en enkelt investor.

Adgangen til å benytte forvalterregistrering kan være begrenset gjennom annen lovgivning, se nærmere under pkt. 15.3.2 og 15.3.3.

I *første ledd annet punktum* er det bestemt at registeret plikter å opprette investor- eller samlekonti til registrering av finansielle instrumenter som er utstedt i registeret, jf. også pkt. 17.6.3. Det er nødvendig at finansielle instrumenter som er utstedt i registeret, gjenfinnes på investor- eller forvalterkonti i registerert. Bestemmelsen innebærer at registeret ikke kan nekte å opprette slike konti for enkeltinvestorer eller godkjente forvaltere. Bestemmelsen innebærer videre at registeret må ha rutiner for opprettelse av midlertidige eller permanente konti i tilfeller hvor investor ikke selv tar initiativ til dette.

Etter *annet ledd* skal verdipapirregisteret kunne bestemme at visse typer finansielle instrumenter bare skal kunne registreres på enkeltkonti. Dette kan være aktuelt f.eks. for visse typer derivater, dersom registrering på samlekonto kan skape problemer av oppgjørsteknisk eller annen art. Verdipapirregisteret skal også kunne bestemme at det må opprettes egne konti for bestemte formål, f.eks. for finansielle instrumenter som skal inngå i låneordninger. Reglene må godkjennes av Kredittilsynet, jf. lovforslaget § 1-2.

Til § 7-3 Samlekonti

Paragrafen inneholder nærmere regler om samlekonti og forvaltningen av disse. Det skal etter *første ledd første punktum* fremgå av registeret at en konto er en samlekonto, og hvem som forvalter kontoen. Etter *første ledd annet*

punktum må forvalteren være godkjent av Kredittilsynet, se krav i pkt. 15.4.1. Etter *tredje punktum* kan departementet gi nærmere regler om godkjennelse og tilbakekall av godkjennelse av forvalter. Se foran under 15.4 om dette.

Etter *annet ledd* anses forvalteren i kraft av sin stilling som forvalter å ha fullmakt til å råde over beholdninger på kontoen med bindende virkning for investor. En disposisjon som er foretatt uten, eller i strid med, instruks fra investor vil være bindende for investor i den utstrekning dette følger av alminnelige fullmaktsregler, jf. avtalelovens §§ 10 og 11. Det følger uttrykkelig av bestemmelsen at forvalterens disposisjoner har rettsvirkninger etter [\(Link til \)](#) kapittel 9.

I forhold til § 8-1 om registerets opplysninger om eierforhold mv. til finansielle instrumenter og i forhold til § 10-2 om innsyn skal forvalteren regnes som eier (innehaver, kreditor mv.) av de finansielle instrumenter som er registrert på kontoen. Dette følger av *tredje ledd første punktum*. Men reelt sett tilhører finansielle instrumenter på samlekonto de enkelte investorer, se *tredje ledd annet punktum*. For å unngå risiko for sammenblanding av klientenes og forvalterens egne finansielle instrumenter, er det i *tredje ledd tredje punktum* bestemt at finansielle instrumenter som tilhører forvalteren som investor, ikke kan være registrert på samlekonto som forvaltes av vedkommende.

Det er viktig at myndighetene og andre som har krav på å få opplysninger fra verdipapirregistrene etter lovforslaget § 10-2 kan få disse opplysningene også i de tilfeller der de finansielle instrumentene er registrert via en forvalter. I motsatt fall vil deres innsyn miste verdi. Det foreslås derfor i *fjerde ledd* at de skal ha krav på opplysninger fra forvalterne i samme utstrekning som de har krav på opplysninger fra verdipapirregisteret. Bestemmelsene er nærmere drøftet under pkt. 15.4.2.

Ved eventuell etablering av flere norske verdipapirregistre kan det være praktisk at den enkelte investor gis mulighet til å holde seg til bare ett register, ved at dette registeret kan opptre som forvalter i annet register, med samlekonto som inneholder finansielle instrumenter som er utstedt i sistnevnte register. I slike tilfeller bør reglene om negotiabilitet og rettsvern mv. i [\(Link til \)](#) kapittel 9 i utgangspunktet komme til anvendelse ved overføring internt på samlekontoen fra en investor til en annen, jf. *femte ledd første punktum*. Det er imidlertid ikke gitt at alle reglene passer, og det foreslås derfor i *femte ledd annet punktum* at departementet kan gi nærmere regler om dette. For øvrig foreslås det i *femte ledd tredje punktum* at overføringer mellom investorer registrert på samme samlekonto ikke skal ha rettsvirkninger etter [\(Link til \)](#) kapittel 9. Dette innebærer bl.a. at erververens rettsvern mot avhenderens kreditorer må avgjøres ut fra andre regler enn utkastets § 9-4.

Panterrettigheter mv. i finansielle instrumenter på samlekonto følger i alle tilfelle reglene i [\(Link til \)](#) kapittel 9, i den grad slike rettigheter kan etableres i forvalterregistrerte finansielle instrumenter. Prioritet og rettsvern mv. for slike rettigheter oppnås på vanlig måte ved anmeldelse til det registeret hvor det finansielle instrumentet er utstedt. Anmeldelsen kan eventuelt formidles av det verdipapirregisteret som opptrer som forvalter.

Til § 7-4 Sanksjoner

Bestemmelsen gir hjemmel for Kredittilsynet til å sperre en samlekonto for annet enn transaksjoner som er forhåndsgodkjent av tilsynet. Sperring kan foretas i de tilfeller der en forvalter opererer uten godkjennelse fra Kredittilsy-

net etter § 7-3 eller der godkjennelsen senere trekkes tilbake. Sperring av samlekonti kan også benyttes dersom forvalteren misligholder sin opplysningsplikt etter § 7-3 fjerde ledd. Det henvises for øvrig til drøftelsen under pkt. 15.4.3.

Til § 7-5 Organisering av virksomheten

Verdipapirregisteret kan ifølge denne paragrafen selv utarbeide nærmere bestemmelser om organiseringen av registreringsvirksomheten. Verdipapirregisterets regler skal godkjennes av Kredittilsynet, jf. lovforslaget § 1-2. Bestemmelsene kan omfatte eventuell bruk av eksterne registerførere (kontoførere), jf. pkt. 16.4, adgang for verdipapirforetak og andre til å foreta registreringer direkte i registeret, krav til dokumentasjon av identitet, fullmaktsforhold, transaksjonens innhold og gyldighet osv.

Dersom registeret velger å benytte eksterne medhjelpere som registerførere (kontoførere), vil deres virksomhet være en del av registerets virksomhet, bl.a. i forhold til reglene om taushetsplikt i § 10-2 og erstatningsansvar i § 11-1.

Til § 7-6 Tvist om registrering. Omgjøring av registrering

Paragrafen regulerer tvist om registrering. Etter *første ledd første punktum* kan registeret utsette gjennomføringen av selve registreringen, dvs. oppdateringen av registeret, til tvisten er løst. En slik beslutning får ingen betydning for anmeldelsens prioritet etter reglene i [\(Link til \)](#) kapittel 9. Utsettelsen kan etter *første ledd annet punktum* kombineres med at den eller de berørte konti sperres for registreringer som kan komme i konflikt med den omtvistede registreringen.

Opplysning om tvisten og om at kontoen eventuelt er sperret, skal ifølge *første ledd tredje punktum* fremgå av informasjon av enhver type som nevnt i § 8-1. Denne bestemmelsen innebærer at tvisten bør anmerkes på den eller de berørte konti selv om utsettelse av registrering ikke beslutes. Slik anmerking kan også ha betydning i forhold til regler i lovens [\(Link til \)](#) kapittel 9, jf. særlig § 9-8 om frigjørende betaling.

Etter *annet ledd* kan verdipapirregisteret sette som vilkår for å ta et krav om at en registrering skal eller ikke skal gjennomføres til følge, at vedkommende stiller sikkerhet for sitt eventuelle ansvar overfor den annen part i tvisten. Registeret fastsetter i så fall sikkerhetens form og omfang. Lovforlaget inneholder ingen regler om selve erstatningsansvaret (ansvarsgrunnlag eller utmåling, herunder eventuelt skille mellom direkte og indirekte tap). Erstatningsansvar kan for øvrig også inntre i andre tilfeller for den som uberettiget reiser tvist om registrering, f.eks. dersom den annen part lider tap som følge av at selve tvisten er blitt anmerket i registeret.

Etter *tredje ledd* plikter registeret gjøre om en registrering dersom det finner at registreringen er uriktig. Registreringen kan typisk være uriktig etter reglene i dette kapittel eller [\(Link til \)](#) kapittel 9. Det er ikke foreslått noen nærmere regler om tidsfrist for rettingen. Derimot må de som berøres av rettingen gis melding om at retting er foretatt, jf. § 7-8 om endringsmeldinger. Det foreslås således ikke en plikt til varsling av de berørte parter før omgjøring finner sted. Det forutsettes at registeret i egen interesse følger forsvarlige rutiner i forbindelse med omgjøring, ikke minst fordi registeret vil kunne være erstatningsansvarlig etter § 11-1 både for tap som følge av den opprinnelige feilen og for tap som følge av feil begått i forbindelse med omgjøring.

De avgjørelser registeret treffer i medhold av § 7-5, kan påklages etter § 11-6.

Til § 7-7 Sletting av opplysninger fra rettighetsregisteret

Et verdipapirregister kan i en begrenset grad slette opplysninger fra selve rettighetsregisteret uten forutgående begjæring fra rettighetshaver eller utsteder (se her lovforslaget § 7-1 annet og tredje ledd). Med sletting menes her fjerning av de aktuelle opplysningene fra registeret, og ikke en utsletting av opplysninger. Registerets adgang til å slette opplysninger på eget initiativ gjelder bare dersom de åpenbart er uten betydning. Eksempelvis bør det være adgang for registeret til å avslutte tomme konti, f.eks. der innehaver er død. Det vil sjelden være åpenbart at en registrert rettighet har mistet sin betydning. Det kan imidlertid tenkes situasjoner der dette er tilfelle, og i så tilfelle vil verdipapirregisteret ha rettslig adgang til å slette disse rettighetene.

Det kan fortsatt være behov for opplysninger som har blitt slettet fra rettighetsregisteret, f.eks. ved bobehandling, statistiske formål og ved etterforskning av straffbare handlinger. Verdipapirregisteret skal derfor etter utvalgets forslag oppbevare slettede opplysninger i 10 år. Oppbevaringsplikten gjelder alle opplysninger som er slettet fra registrene, dvs. også opplysninger som har blitt slettet etter begjæring fra rettighetshaver eller utsteder, jf. utkastets § 7-1.

Formålet med oppbevaringsplikten tilsier at opplysningene må oppbevares på et medium som opprettholder lesekvaliteten i hele oppbevaringsperioden. Dessuten må oppbevaringsmetoden gi en høy grad av sikkerhet mot at uvedkommende får tilgang til taushetsbelagte opplysninger, og mot at opplysningene slettes ufrivillig.

Til § 7-8 Endringsmeldinger

Verdipapirregistrene plikter i utgangspunktet å sende kontohavere og andre rettighetshavere melding ved enhver endring i registeret som kan ha betydning for vedkommendes rettigheter. Dermed får vedkommende bekreftet at registrering har skjedd, og kan følge med i at det ikke skjer urettmessige endringer av betydning for deres rettigheter.

Disse hensyn gjør seg også gjeldende for andre enn rettighetshavere som begjærer foretatt en registrering på den aktuelle kontoen. Dette gjelder f.eks. namsmyndigheter, bostyrere og vergemålsretter. Disse har derfor etter utvalgets forslag krav på å få bekreftelse på at det er skjedd en registrering eller en sletting. Eksempelvis bør namsmyndigheten få bekreftelse på at et innmeldt utlegg er registrert, eller ev. slettet fra rettighetsregisteret. Utvalget antar at disse ikke har behov for meldinger ved andre endringer, herunder i andre rettigheter som kan ha betydning for dekningsutsiktene, og foreslår derfor ikke en plikt for verdipapirregistrene til å sende endringsmeldinger i disse tilfellene. Disse opplysningene kan imidlertid vanligvis kreves i medhold av utkastets § 10-2.

Endringsmeldinger skal bl.a. sendes ut ved registrering og ved sletting av rettigheter, adresseendringer og endringer i registrert betalingsinformasjon.

Den som har krav på melding kan ved avtale frafalle denne retten helt eller delvis. For eksempel kan det avtales at endringsmeldinger sendes som samleoppgaver med på forhånd fastsatte tidsintervaller, eller at det bare skal sendes melding der registrerte rettigheter slettes.

Det enkelte verdipapirregisteret kan etter utvalgets forslag fastsette nærmere bestemmelser om endringsmeldinger i sine regler. Det vil i disse reglene være naturlig å regulere f.eks. meldingenes form og innhold, utsendelsesmåte og hvor lang tid etter en endring meldingen skal sendes ut. Det kan være problematisk å avgjøre i det enkelte tilfelle hvilke endringer i registeret som har betydning for en rettighetshavers rettigheter. Verdipapirregisteret bør i sine utfyllende regler kunne regulere denne problemstillingen nærmere.

Verdipapirregistrene bør kunne kreve vederlag for utsendelse av endringsmeldinger. Dette kan eksempelvis skje ved at vederlaget inkluderes i transaksjonsprisen eller ved at det kreves separat vederlag for endringsmeldingene.

Bestemmelsen er nærmere drøftet i pkt. 17.11.3.

Til § 7-9 Beholdningsoversikt

Et verdipapirregister skal minst én gang i året gi kontohavere og andre registrerte rettighetshavere en oversikt over deres rettigheter knyttet til finansielle instrumenter registrert i det aktuelle registeret. Bestemmelsen er nærmere kommentert i pkt. 17.11.3.

Kontohaver og andre rettighetshavere i kontoen kan dessuten etter utkastets § 10-2 første og annet ledd når som helst kreve å få innsyn i opplysninger registrert på en konto i den grad disse har betydning for vedkommendes rettighet. Det kan kreves utskrift av disse opplysningene.

Det enkelte verdipapirregisteret kan etter utvalgets forslag i sine regler, jf. lovforslaget § 1-2, fastsette nærmere bestemmelser om beholdningsoversikter. Det vil i disse reglene være naturlig å regulere f.eks. beholdningsoversiktens form og innhold, utsendelsesmåte og tidspunktet for utsendelse. Det kan være problematisk å avgjøre i det enkelte tilfelle hvilke opplysninger som har betydning for en rettighetshavers rettigheter. Verdipapirregisteret bør i sine utfyllende regler kunne regulere denne problemstillingen nærmere.

Beholdningsoversikter kan etter utvalgets forslag sendes ut som årsoppgaver. Det vil da etter ligningsloven § 6-17 nr. 3 gjelde bestemte krav til oversiktens innhold og til tidspunkt for utsendelse.

Det bør kunne kreves vederlag for den årlige beholdningsoversikten, jf. utkastets § 10-2, men det er naturlig å anta at dette i praksis innberegnes i et eventuelt kontoholdsgebyr.

Kapittel 8. Opplysninger som skal fremgå av registeret

Til § 8-1 Opplysninger som skal fremgå av registeret

Paragrafen gir, sammen med § 8-2, regler om hvilke opplysninger registeret skal inneholde om de finansielle instrumenter som er utstedt i registeret, hvem som er innehavere til disse, registrerte panterettigheter, fullmakter mv. Første ledd inneholder en oppstilling i åtte punkter. Nr. 1 dreier seg om opplysninger om det finansielle instrumentet som sådant. Ifølge § 8-2 kan registeret selv fastsette nærmere regler om hvilke opplysninger som skal registreres om den enkelte type finansielle instrumenter. Etter nr. 2 skal registeret kunne opplyse om hvem som er innehavere av hvert enkelt finansielt instrument som er utstedt i registeret. Opplysninger av denne typen vil bl.a. danne grunnlag for aksjeeierregistrene i allmennaksjeselskaper. Etter nr. 3 og 4 skal registeret kunne gi opplysninger om beholdninger av finansielle instrumenter systema-

tisert etter hhv. innehavere og konti. Nr. 5 gjelder opplysninger om panteret-tigheter mv. registrert på den enkelte konto, og nr. 6 gjelder opplysninger om registrerte fullmakter mv. Etter nr. 7 skal det fremgå om kontoen er en samle-konto og hvem som i så fall er forvalter. Nr. 8 gjelder eventuelle andre opplysninger som registeret skal inneholde etter bestemmelser gitt i eller i medhold av lov.

I *annet ledd* forklares det hva som menes med ISIN. Dette er et internasjonal identifikasjonsnummer for finansielle instrumenter. Forkortelsen står for «International Securities Identification Number». ISIN tildeles i Norge i dag av VPS.

Etter *tredje ledd* skal reglene ovenfor i denne paragraf og i § 8-2 gjelde tilsvarende for formuesgoder som identifiseres på annen måte enn ved ISIN. Bestemmelsen har sammenheng med § 2-1 første ledd annet punktum om at departementet kan bestemme at også andre formuesgoder enn finansielle instrumenter skal kunne registreres i et verdipapirregister.

Departementet skal ifølge *fjerde ledd* kunne gi nærmere regler om hvilke opplysninger som skal fremgå av registeret.

Til § 8-2 Opplysninger om hvert enkelt ISIN

Ifølge denne paragrafen skal verdipapirregisteret fastsette regler om hvilke opplysninger som skal være registrert om de enkelte typer finansielle instrumenter og om hvem som kan anmelde nye eller endrede opplysninger om et ISIN. Reglene må godkjennes av Kredittilsynet.

Kapittel 9. Prioritet til registrering. Rettsvirkninger av registrering

Til § 9-1 Prioritet mellom overføringer

Ifølge denne paragrafen skal verdipapirregisteret selv fastsette regler om prioritering mellom flere overføringer som skal gjennomføres samme dag. Reglene må godkjennes av Kredittilsynet, jf. utkastet § 1-2. Regelen er i tråd med forslaget til *utvalgets mindretall*, jf. pkt. 18.2.1.3, og er nærmere drøftet under pkt. 18.3.4.3.

Utvalgets flertall anser det ønskelig med en generell regel om tidsprioritet, men der det gis adgang til å fravike tidsprioriteten i de tilfelle der oppgjør av verdipapirer foretas i oppgjørssystem godkjent av Kredittilsynet etter lov om betalingssystemer ([Link til](#)) kapittel 4. Fraviket fra tidsprioritet bør i tilfelle være i samsvar med de regler som gjelder for oppgjørssystemet.

Bestemmelsen gjelder prioritering mellom transaksjoner i tilfeller hvor det ikke er dekning for alle overføringer som skal gjøres fra en konto på samme tidspunkt. I lovteksten benyttes uttrykket «samme dag». Grunnen til dette er at reglene også må regulere prioriteten mellom overføringer som er bestemt til å gjennomføres samme dag, uten at det er bestemt hvilket tidspunkt på dagen de enkelte overføringer skal gjennomføres. Dersom registeret gjennomfører flere «oppgjør» pr. dag, må det finnes regler om hvilket «oppgjør» den enkelte transaksjon skal tilordnes. Dette kan riktignok være bestemt i anmeldelsen av transaksjonen til registeret. Men det kan også forekomme at bare gjennomføringsdagen er bestemt i anmeldelsen. I så fall må registerets egne regler inneholde bestemmelser om hvilket «oppgjør» denne dagen den enkelte transaksjon skal gjennomføres i. På tilsvarende måte må regelverket også regulere prioritetsforholdet mellom enkeltoverføringer

som foretas utenom de store «oppgjørene», og de transaksjoner som inngår i «oppgjør» samme dag.

Det er forutsetningen at prioritetsreglene så langt som mulig bør bygges på tidsprioritet regnet etter tidspunkt for anmeldelse av transaksjonen til registeret. Det finnes imidlertid hensyn som innebærer at det må gjøres en del unntak fra dette utgangspunktet, se nærmere redegjørelsen under 18.3.4.3. Utgangspunktet må dessuten presiseres bl.a. med sikte på tilfeller hvor transaksjonen med best tidsprioritet ikke kan oppfylles fullt ut, mens en dårligere prioritert transaksjon kan det. Slike og en rekke andre spørsmål må reguleres av det regelverket som registeret selv skal fastsette.

Til § 9-2 Panterettigheter og andre begrensede rettigheter

Paragrafen regulerer prioriteten til panterettigheter og andre begrensede rettigheter. Paragrafen regulerer både det innbyrdes prioritetsforhold mellom slike rettigheter og prioriteten i forhold til overføringer. Bestemmelsen er basert på *mindretallets* forslag.

Etter *første ledd første punktum* får panterettigheter og andre begrensede rettigheter prioritet etter tidspunkt for anmeldelse til verdipapirregisteret. Etter § 9-5 skal registeret gi nærmere regler om når anmeldelse anses skjedd. Etter *første ledd annet punktum* får panterettigheter mv. som nevnt i første punktum i alle tilfelle prioritet foran overføringer som ikke har fått rettsvern etter § 9-4 når panterettigheten mv. anmeldes til registeret. Panteretten får altså best prioritet selv om overføringen ble anmeldt til registeret før panteretten ble anmeldt. Forutsetningen for dette er at den konkurrerende overføringen ikke er kommet så langt i overføringsprosessen at den har fått rettsvern etter reglene i § 9-4. I så fall går overføringen foran panteretten.

Ifølge *annet ledd* skal begrensede rettigheter som ikke har beste prioritet pga. andre begrensede rettigheter, registreres med anmerkning om prioriteten. Ved konflikt mellom begrenset rettighet og overføring registreres derimot bare rettigheten med best prioritet. Hvis overføringen har best prioritet, registreres den uten anmerkning om en panterett på «annen prioritet». Hvis panteretten har best prioritet, registreres ikke overføringen.

Til § 9-3 Individuelt bestemte finansielle instrumenter

Utvalget er på dette punktet delt i to like store fraksjoner, der den ene fraksjonen ikke støtter forslaget til § 9-3. Den andre fraksjonen bemerker her følgende, jf. pkt. 18.3.3.2:

Lovforslaget inneholder ingen alminnelige regler om prioritet basert på hva den ene eller annen part visste eller burde ha visst om konkurrerende transaksjoner. Dette skyldes at transaksjonene i de aller fleste tilfeller gjelder artsbestemte (generiske bestemte) ytelser, hvor god tro-baserte prioritetsregler ikke er særlig meningsfylte. Det er redegjort nærmere for dette under pkt. 18.1.3 og 18.3.3.2.

I § 9-3 finnes det særregler om prioritet i tilfeller hvor rettsserverv gjelder individuelt bestemte finansielle instrumenter, f.eks. alle aksjene i et selskap eller en identifisert aksjepost. I så fall går det eldste rettsservervet (dvs. det som ble stiftet først, ved avtale eller på annen måte) uten hensyn til §§ 9-1 og 9-2 foran senere rettsserverv, dersom siste erverver bygger sitt erverv på avtale, og erververen var, eller burde ha vært kjent med det tidligere rettsserverv før han fikk rettsvern etter § 9-4.

Verdipapirregisteret vil sjelden ha grunnlag for å vurdere om siste erverver var i god tro eller ikke. I *annet ledd* er det derfor bestemt at registeret kan gjennomføre registrering etter de vanlige regler i §§ 9-1 og 9-2. Dette gjelder imidlertid ikke dersom det før registrering er gjennomført er utvilsomt at en senere anmeldelse går foran en tidligere anmeldelse etter første ledd. I så fall må registeret gjennomføre registrering i henhold til regelen i første ledd.

Regelen i annet ledd om at registrering vanligvis kan gjennomføres etter §§ 9-1 og 9-2, innebærer at § 9-3 vil ha sin viktigste funksjon som grunnlag for en etterfølgende tvist mellom de to konkurrerende erververe om hvem som har best rett til aksjeposten mv.

Til § 9-4 Rettsvern mot avhenderens kreditorer

Paragrafen inneholder ifølge *første ledd* regler om rettsvern for avtalebaserte rettighetserverv overfor avhenderens kreditorer, herunder hans insolvensbehandlingsbo (konkursbo mv.). Reglene er forskjellige for overføringer og for panterettigheter mv., jf. annet og tredje ledd. Bakgrunnen for reglene er beskrevet under pkt. 18.3.2.

Etter *annet ledd* har overføringer rettsvern dersom overføringsprosessen har nådd et stadium som bestemmes i nærmere regler gitt av verdipapirregisteret selv, før kreditorbeslaget eller åpningen av insolvensbehandlingen ble anmeldt til registeret. De nevnte reglene må godkjennes av Kredittilsynet, jf. § 1-2. Etter *tredje ledd* har panterett og andre begrensede rettigheter rettsvern dersom vedkommende rettighet er anmeldt til registeret før kreditorbeslaget eller åpningen av insolvensbehandlingen ble anmeldt til registeret.

Verdipapirregisteret skal etter § 9-5 gi nærmere regler om når anmeldelse anses skjedd i forhold til bl.a. reglene i § 9-4. Reglene skal godkjennes av Kredittilsynet, jf. § 1-2.

I *fjerde ledd* er det for ordens skyld tatt inn en bestemmelse om at rettsvernsprioritet mellom flere kreditorbeslag reguleres av § 9-2. Denne henvisningen tjener først og fremst som en påminnelse. Prioritet mellom flere utlegg reguleres direkte av § 9-2. Prioritetskonflikt mellom enkeltfølgende kreditor (utlegg) og insolvensbehandlingsbo (konkursbo mv.) vil vanskelig kunne være noe tema pga. regler om omstøtelse av utlegg tatt i tiden før konkursen.

Til § 9-5 Når anmeldelse anses skjedd

Ifølge §§ 9-2, 9-3 og 9-4 er anmeldelse til registeret skjæringspunkt for prioritet og rettsvern i en del relasjoner. Det er behov for presisering av hva som ligger i dette. I *første ledd* overlates det til registeret selv å gi nærmere regler om når anmeldelse skal anses skjedd. Reglene må godkjennes av Kredittilsynet, jf. § 1-2.

I lovteksten er det bl.a. vist til *utvalgets mindretalls* utkast til § 9-1, til tross for at anmeldelse til registeret ikke er nevnt i denne paragrafen. Henvisningen vil likevel ha betydning i den utstrekning det regelverket som gis i medhold av § 9-1, inneholder anmeldelse til registeret som kriterium for prioritet. Som nevnt i bemerkningene til § 9-1 foran, ser *utvalget* det som naturlig at de prioritetsreglene som utarbeides i medhold av § 9-1, tar utgangspunkt i tidsprioritet knyttet til anmeldelse til registeret.

Annet ledd inneholder bestemmelser om avvisning og retting av mangelfulle anmeldelser til registeret. Dersom anmeldelsen ikke er tilstrekkelige til

å gi grunnlag for registrering, skal den avvises, med mindre mangelen kan rettes. I så fall skal det settes en frist for dette. Avhjelpes mangelen innen fristen, regnes prioritet og rettsvern fra den opprinnelige anmeldelsen. Bestemmelsen gjelder både når anmeldelsens innhold er tilstrekkelig, og når det ikke er tilstrekkelig dokumentert at anmelderen er registreringsberettiget, jf. § 7-1.

Registerets avgjørelser etter annet ledd kan påklages etter § 11-6.

Til § 9-6 Mangler ved avhenderens rett

Paragrafen inneholder en ekstinksjonsregel til fordel for godtroende erverver av finansielt instrument. Den regulerer situasjoner hvor avhenderens rett ikke var i samsvar med registerets innhold, bortsett fra tilfeller hvor dette skyldes at avhenderen tidligere har disponert over det finansielle instrumentet til fordel for tredjemann. Slik «dobbelsuksjon» reguleres, iden grad problemstillingen i det hele tatt er meningsfylt i verdipapirmarkedet, av §§ 9-1, 9-2 og 9-3.

Ekstinksjonregelen i § 9-6 kommer til anvendelse uansett hva som er bakgrunnen for at registeret inneholder feilaktige opplysninger om de virkelige rettsforhold. Det er for øvrig redegjort for bestemmelsens utforming ovenfor under pkt. 18.3.3.3.

Til § 9-7 Utstederens innsigelser

Paragrafen regulerer ekstinksjon av utstederens innsigelser. Godtroende avtaleerverver vil ifølge *første ledd* kunne ekstingvere innsigelser som nevnt i gjeldsbrevlovens § 15. Dette gjelder imidlertid ikke innsigelser knyttet til egenkapitalinstrumenter (aksjer og grunnfondsbevis). Det er videre bestemt at gjeldsbrevlovens § 18 om motregning skal gjelde tilsvarende. Det er *utvalgets* forutsetning at heller ikke henvisningen til gjeldsbrevlovens § 18 skal gjelde for egenkapitalinstrumenter.

Etter *annet ledd* kan utstederen i alle tilfelle gjøre gjeldende innsigelser som nevnt i gjeldsbrevlovens §§ 16 og 17.

Se for øvrig redegjørelsen ovenfor under pkt. 18.3.3.3.

Til § 9-8 Frigjørende betaling mv

Paragrafen regulerer frigjørende betaling fra utsteder. Utbetaling fra utsteder til investor, panthaver mv. på forfallsdag i henhold til registerets innhold denne dag er frigjørende selv om registeret ikke var i samsvar med de virkelige rettsforhold. Dette gjelder ikke dersom utstederen var, eller burde ha vært, kjent med betalingsmottakerens manglende rett da utbetalingen fant sted.

Regelen om frigjørende betaling kommer til anvendelse uansett hva som er bakgrunnen for at registeret inneholder feilaktig opplysninger om de virkelige rettsforhold.

Kapittel 10. Innsyn og taushetsplikt

Til § 10-1 Taushetsplikt

Ansatte og tillitsvalgte i et verdipapirregister plikter å hindre at andre får kjennskap til det som de i sitt arbeid får vite om andres personlige og forretningsmessige forhold. Regelen er nærmere drøftet i pkt. 19.3.1 og 19.3.2.

Taushetsplikten innebærer både en plikt til taushet og til aktivt å forhindre at uvedkommende får tilgang til taushetsbelagte opplysninger. De som er beskyttet av taushetsplikten er først og fremst utstedere og investorer. Også andre kan imidlertid ha et berettiget krav på at det ikke gis opplysninger om deres forhold, f.eks. institusjoner som yter registreringstjenester på vegne av investor.

«Forretningsmessige og personlige forhold» må tolkes vidt, slik at alle opplysninger som kan føres tilbake til en enkelt person eller selskap omfattes av taushetsplikten. Taushetsplikten er derimot ikke til hinder for at opplysninger fra verdipapirregistrene benyttes til statistiske formål så lenge det ikke kan skje en identifisering av en enkelt institusjons eller persons forhold. Opplysninger som er allment tilgjengelige er i utgangspunktet ikke omfattet av taushetsplikten, men de kan ikke utleveres dersom dette er egnet til å røpe at det består et kundeforhold. Et praktisk viktig unntak fra taushetsplikten er der den opplysningene gjelder har samtykket i utlevering av opplysningene. Dette kan for eksempel være viktig ved utlevering av opplysninger til samarbeidende oppgjørssystemer og verdipapirregistre. Det kan ikke i alle tilfeller kreves et uttrykkelig samtykke. Samtykke kan anses gitt dersom verdipapirregisteret har informert den taushetsberettigete om at visse handlinger innebærer at det er nødvendig å utlevere opplysninger til utenforstående. Eksempelvis vil et norsk verdipapirregister ved opprettelsen av en link til et svensk verdipapirregister i utgangspunktet plikte å gi det svenske registeret opplysninger om hvem som i Norge er registrert som eiere av de svenske aksjene, jf. kontoföringslagen 3. ([Link til](#)) kap. 12 §. Således vil kjøp av svenske aksjer innebære at det anses gitt samtykke til at det norske verdipapirregisteret kan gi opplysninger om aksjonærenes identitet og om det antall aksjer de eier, til det svenske registeret.

Plikten til å bevare taushet gjelder også internt i verdipapirregisteret. Imidlertid må opplysninger kunne gis videre til andre som er tilknyttet verdipapirregisteret dersom de har et behov for disse opplysningene ved utførelsen av arbeidet, oppdraget eller vervet. Dette vil f.eks. gjelde overfor klagenemnden. Det kan også være nødvendig eller hensiktsmessig for et verdipapirregister å benytte andre enn egne ansatte til å utføre tjenester på dets vegne. Dette gjelder typisk bruk av konsulenter og ved outsourcing av deler av virksomheten, herunder ved at andre institusjoner gis adgang til å yte registreringstjenester på vegne av registeret. I den grad det er nødvendig for utførelsen av arbeidet eller oppdraget at disse får tilgang til taushetsbelagte opplysninger, må dette kunne godtas. Det forutsettes at denne adgangen til å gi tilgang til opplysninger er snever.

Den som utfører arbeid eller oppdrag på vegne av et verdipapirregister, og i kraft av dette får tilgang til opplysninger om noens forretningsmessige eller personlige forhold, har taushetsplikt. Verdipapirregisteret bør påpeke dette overfor vedkommende person eller institusjon. Dette kan sies å følge av plikten til å hindre at uvedkommende får tilgang til taushetsbelagte opplysninger.

Til § 10-2 Innsynsrett

Utgangspunktet om taushetsplikt gjelder ikke absolutt. Det er mange institusjoner og enkeltpersoner som har en berettiget interesse i å få opplysninger om det som er registrert i et verdipapirregister. Bestemmelsen om hvem som har krav på innsyn er nærmere drøftet under pkt. 19.3.3. Det nevnes for øvrig at bestemmelsene om hvem som har krav på å få opplysninger fra et verdipapir-

register også får betydning for forvalteres opplysningsplikt, jf. § 7-3 fjerde ledd og pkt. 15.4.2.

Kontohaver har rett til å få alle opplysninger registrert på vedkommendes konto. Dette vil ikke bare gjelde opplysninger om den nåværende beholdning, men også opplysninger om hva som tidligere har vært registrert. Imidlertid plikter verdipapirregistrene bare å oppbevare opplysninger som ikke lenger er registrert i selve rettsvernsregisteret i 10 år, jf. lovforslaget § 7-7 annet ledd.

Andre med rettigheter i finansielle instrumenter på den aktuelle kontoen har bare krav på opplysninger i den grad disse har betydning for vedkommendes rettigheter. En pantøver vil f.eks. ha en berettiget interesse i å få opplysninger om andre rettigheter og heftelser i panteobjektet som kan berøre dekningsutsiktene, bl.a. fordi et tvangssalg av pantet ikke kan gjennomføres uten at samtlige foranstående heftelser er dekket, jf. tvangsfullbyrdsloven § 8-16.

Det er viktig at skifteretten, leder av administrasjonsstyret for finansinstitusjoner, bostyrer og gjeldsnemnda, under forhandlinger om tvangsakkord eller under offentlig administrasjon får full oversikt over formuesforholdene til en konkursskyldner eller en skyldner som er i frivillig gjeldsforhandling. Derunder bør de kunne få tilgang til alle opplysninger om finansielle instrumenter utstedt av foretaket vedkommende er oppnevnt for, i pakt med det som følger av den gjeldende forskrift om innsyn i verdipapirsentralens registre av 24. oktober 1992 nr. 968. Det kan nevnes at med «leder av administrasjonsstyret for finansinstitusjon», forstås også leder av administrasjonsstyret til morselskap til finansinstitusjon. Likeledes må namsmyndighetene og vergemålsretten få opplysninger som er nødvendige for at disse skal kunne utføre sitt arbeid. Bestemmelsen er ment å presisere dette, selv om andre bestemmelser, herunder bestemmelsen foreslått i sjuende ledd, i de fleste tilfeller vil gi tilstrekkelig hjemmel til å kreve opplysninger fra verdipapirregistre. *Utvalget* nevner at når det gjelder namsmyndighetenes innsyn i saker etter gjeldsordningsloven (lov av 17. juli 1992 nr. 99) er innsynet hjemlet i skyldnerens samtykke, jf. gjeldsordningsloven § 2-1 tredje ledd.

Utgangspunktet er at enhver har krav på å få opplysninger registrert om et finansielt instrument. Dette kan eksempelvis være opplysninger om utsteder, ISIN eller annen entydig identifikasjon, antall utstedt og pålydende. Hvilke opplysninger som skal registreres om et finansielt instrument skal etter *utvalgets* forslag fastsettes av verdipapirregistrene, jf. § 8-2. Det kan i disse reglene gjøres begrensninger i adgangen til innsyn i opplysningene. Imidlertid vil også annen lovgivning, f.eks. asal. § 4-4, kunne medføre at visse opplysninger må registreres. Retten for enhver til å få opplysninger etter denne bestemmelsen gjelder ikke oversikter over eiere av de aktuelle finansielle instrumenter. Annen lovgivning kan imidlertid gi slik rett. Eksempelvis gir asal. § 4-5 enhver rett til å få innsyn i aksjeeierregisteret.

Opplysningene som er registrert i et verdipapirregister kan være av stor verdi særlig for institusjoner med tilsyns- og kontrolloppgaver. Forslagets sjuende ledd er ment å presisere at disse institusjonene har krav på å få tilgang til disse opplysningene i samme grad som de med hjemmel i lov har krav på å få disse opplysningene fra andre, for eksempel fra kontohaver. Hjemmelen er imidlertid ikke begrenset til institusjoner med tilsyns- og kontrolloppgaver. For eksempel må Statistisk sentralbyrå etter statistikkloven § 2-2 kunne kreve opplysninger som er nødvendige for utarbeidelsen av offisiell statistikk, etter som «enhver» har plikt til å gi opplysninger som er nødvendige for utarbeidelsen av offisiell statistikk, herunder investorer og utstedere. Dette må

gjelde selv om det etter bestemmelsen ikke er gjort unntak fra lovbestemt taushetsplikt. Det er imidlertid et absolutt krav at vedkommende har krav på opplysningen «til bruk i vedkommendes arbeid». Det kan dermed ikke med hjemmel i denne bestemmelsen, kreves at et verdipapirregister gir noen opplysninger om for eksempel et selskaps aksjeeierregister. Et eksempel på bruken av bestemmelsen, er at den sett i sammenheng med børsloven §§ 4-7 og 4-8 og vphl. § 3-1 medfører at Oslo Børs har krav på opplysninger til bruk for markedsovervåkingen. En eksplisitt hjemmel for børser til å kreve opplysninger fra VPS er foreslått i § 5-11 i utkastet til ny børslov (NOU 1999:3).

Til § 10-3 Vederlag

Utgangspunktet må være at verdipapirregistrene må kunne kreve vederlag for utlevering av opplysninger, herunder endringsmeldinger og beholdningsoversikter. Dette vil imidlertid innebære et unntak fra personregisterloven og bestemmelsen foreslått i lov om personopplysninger, jf. Innst.O. nr. 51 (1999-2000) § 17. I innstillingens § 17 framgår det at den behandlingsansvarlige ikke kan kreve vederlag for å gi en fysisk person informasjon om det som er registrert om vedkommende. *Utvalget* foreslår derfor en egen bestemmelse om dette. Denne bestemmelsen er ikke ment å medføre at det kan kreves vederlag for opplysninger offentlige myndigheter har krav på etter lov eller forskrift. Dette vil f.eks. gjelde vphl. § 12-2 tredje ledd som har blitt tolket slik at Verdipapirsentralen ikke kan kreve dekket omkostninger ved å gi Kredittilsynet registrerte opplysninger, med mindre det dreier seg om mer spesielle oppdrag. Det henvises for øvrig til drøftelsene i pkt. 17.11.3 og 19.3.3.7.

Kapittel 11. Erstatningsansvar, sikkerhetsstillelse, klage

Til § 11-1 Registerets erstatningsansvar

Bestemmelsen innebærer tre ulike ansvarsgrunnlag. De får virkning for virksomhet som består i registrering av finansielle instrumenter i et rettighetsregister, jf. lovforslaget § 1-1. Reglene får dermed ikke direkte virkning for tilknyttede tjenester, der verdipapirregisteret kan avtale andre ansvarsregler. Det er for det første et rent objektivt ansvar for feil i registeret eller ved produksjon av informasjon som nevnt i § 8-1. Det er for det annet et kontrollansvar for driftsavbrudd og andre forstyrrelser i registerets virksomhet. Verdipapirregisteret er erstatningsansvarlig med mindre registeret selv godtgjør at avbruddet mv. skyldes forhold utenfor dets kontroll og registeret selv har tatt de forholdsregler det med rimelighet kan forventes for å unngå følgende avbruddet. Som eksempel nevnes tilfredsstillende backupsystemer.

Der et verdipapirregister er ansvarlig etter disse ansvarsgrunnlag, er ansvaret begrenset til NOK 500 mill. for samme feil.

Det tredje ansvarsgrunnlaget er uaktsomhetsansvar. Der noen påføres tap av andre grunner enn de som er nevnt i første og annet ledd, er verdipapirregisteret ansvarlig dersom tapet skyldes feil eller forsømmelse hos noen registrert svarer for. Bestemmelsen nevner som eksempel at registerets innhold ikke stemmer overens med de reelle rettsforhold.

For erstatningsansvar på grunn av uaktsomhet er det ingen beløpsgrense. Det er *utvalgets* forutsetning at dette også gjelder forhold som nevnt i første og annet ledd, dersom skaden er voldt ved uaktsomhet.

Til § 11-2 Direkte/indirekte tap

Bestemmelsen innebærer en regulering av erstatningsansvaret ut fra en son-
dring mellom direkte og indirekte tap. Sondringen er knyttet opp mot ansvars-
grunnlagene, således at der erstatning følger av objektivt ansvar, jf. § 11-1
første ledd, kontrollansvar, jf. § 11-1 annet ledd eller vanlig (simpel) uaktsom-
het etter § 11-1 tredje ledd, er det kun det direkte tapet som kan kreves dekket.
Som direkte tap regnes blant annet kurstap, ekstra kurtasjeutgifter, utgifter
ved å påvise feilen og lignende utgifter skadelidte påføres som en direkte følge
av feilen.

For også å kunne kreve det indirekte tapet dekket, kreves at det er utvist
grov uaktsomhet eller forsett hos noen registeret svarer for. Som indirekte tap
regnes blant annet tap av stemmerett og konsekvenser av dette, samt tap som
følge av at investor ikke kan låne ut verdipapirer.

Ved sondringen mellom direkte og indirekte tap, må det tas hensyn til
hvor nærliggende følge den aktuelle tapsposten er av feilen.

Til § 11-3 Sikkerhetsstillelse

Bestemmelsen krever at et verdipapirregister til enhver tid skal være dekket
for mulig erstatningsansvar. Sikkerhetsstillelsen kan være ved forsikring eller
annen garantistillelse etter godkjenning fra Kredittilsynet.

Til § 11-4 Skadelidtes medvirkning

Bestemmelsen innebærer at erstatningen kan nedsettes eller bortfalle i sin
helhet dersom skadelidte selv har medvirket til skaden.

Til § 11-5 Behandlingen av erstatningskrav

Bestemmelsen foreslår regler om fremgangsmåten ved behandlingen av
erstatningskrav, jf. § 11-6 om reglene for klagebehandling.

Til § 11-6 Klage

Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 21.

*Kapittel 12. Tilsyn og straff**Til § 12-1 Tilsyn*

Bestemmelsen fastslår at verdipapirregistre er underlagt tilsyn av Kredittilsy-
net. I og med utvalgets forslag til endring av kredittilsynsloven § 1 er bestem-
melsen strengt tatt ikke nødvendig, men den foreslås likevel inntatt av infor-
mative grunner. Bestemmelsen er omtalt i kapittel 24.2.

Til § 12-2 Straff

Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 24.3.

*Kapittel 13. Avvikling**Til § 13-1 Avvikling*

Bestemmelsen krever at vedtak om avvikling eller oppløsning må fattes av
generalforsamlingen med flertall som for vedtektsendring og at vedtaket må

godkjennes av departementet. Bestemmelsen må ses i sammenheng med reglene som foreslås i § 3-4 og § 4-5. Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 22.

Til § 13-2 Meldeplikt

Bestemmelsen er utformet etter mønster av banksikringsloven § 3-1. Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 22.3.

Kapittel 14. Overgangsregler

Til § 14-1 Ikraftttredelse

Til § 14-2 Omdannelse av Verdipapirsentralen

Første ledd fastsetter en plikt for Verdipapirsentralen til å omdanne seg til allmennaksjeselskap. Etter flertallets syn er spørsmålet om omdannelse så vesentlig at det bør bestemmes ved lov. Mindretallet bestående av L'Abée-Lund foreslår at det skal være opp til Verdipapirsentralens egne organer å bestemme om omdannelse skal foretas. Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 23.4.

Kapittel 15. Endringer i andre lover

Til § 15-1 Endringer i andre lover

1. Endringer i gjeldsbrevloven

Bestemmelsen er nærmere omtalt i pkt. 14.3.2.

2. Endringer i verdipapirhandelloven

Endringene i verdipapirhandelloven ([Link til](#)) kapittel 6 foreslås for å harmonisere reglene for oppgjørssentraler med utvalgets forslag til konsernmodell, jf. utkastet § 6-2 og kapittel 11.3.3.2. Etter utvalgets syn bør reglene for eierskap i verdipapirregistre, børser og oppgjørssentraler utformes mest mulig likt.

3. Endringer i aksjeloven

Aksjeloven § 4-4 bør endres på bakgrunn av utvalgets forslag om at aksjeselskapene kan velge om det er ønskelig med forvalterregistrering eller ikke, jf. pkt. 15.3.2.1.

4. Endringer i allmennaksjeloven

Allmennaksjeloven § 4-10 bør endres på bakgrunn av utvalgets forslag om forvalterregistrering, jf. pkt. 15.3.2.1 (jf. også pkt. 15.4).

Kapittel 27

Merknader fra medlemmet Krokeide

Det vises til merknadene i pkt. 1.2.

Et mindretall, *Krokeide*, foreslår at loven bør hete «Lov om registrering av dokumentløse formuesgoder (Sentralregisterloven)». Dette forslaget tar utgangspunkt i at «dokumentløst formuesgode» er et begrep som bør defineres i lovteksten på følgende måte: «Et formuesgode som ikke kommer fysisk til uttrykk på annen måte enn gjennom en innføring i et elektronisk register». For enkelte rettigheter, som f.eks. råvarekontrakter, kan det riktignok finnes dokumenter, men disse forutsettes da «immobilisert» eller lagt i depot i forbindelse med at rettigheten blir innført i et elektronisk register.

Dette medlemmet legger vekt på at loven bør ha en språkbruk som kan forstås av folk flest, og at uttrykket «finansielt instrument» er et diffust og vanskelig begrep som man må ty til definisjonen i vphl. § 1-2 nr. 5 for å få tak i, og selv da blir man ikke særlig klok. Uttrykket «finansielt instrument» bærer preg av å være et teknisk begrep som først og fremst brukes av profesjonelle aktører i finansverdenen. Det synes dessuten å være en nokså ordrett oversettelse av den engelske betegnelsen «financial instrument», som bærer preg av å være et teknisk faguttrykk.

Loven bør imidlertid være forståelig også for alminnelige mennesker som ønsker å investere i f.eks. børsnoterte aksjer eller i aksjefond, og disse vil neppe ha noen opplevelse av at de er eiere av «finansielle instrumenter». Derimot vil de lettere ha en forståelse av at det formuesgodet som de eier, er «dokumentløst», i og med at det ikke finnes noe fysisk dokument som representerer formuesgodet og som de kan sitte og se på i hånden. Ikke minst hvis også aksjer i ordinære aksjeselskaper skulle bli registreringspliktige i et sentralt, ordinært formuesregister, men med andre rettsvirkninger enn de som gjelder for finansmarkedsregisteret, slik dette medlemmet foreslår under kapittel 14 ovenfor, vil uttrykket «finansielt instrument» passe dårlig som felles betegnelse på de aktiva som er registrert i registeret.

Det kan dessuten vises til at det fortsatt vil kunne finnes «finansielle instrumenter», slik som dette begrepet er definert i vphl. § 1-2 nr. 5, som ikke nødvendigvis behøver å være registrert i noe slikt elektronisk register overhodet, og da bør ikke loven gis en betegnelse som kan gi inntrykk av at det motsatte er tilfellet. På den annen side kan det også tenkes at det vil kunne finnes formuesrettigheter som kan være registrert i registeret, men som ikke vil omfattes av definisjonen av begrepet «finansielt instrument» i verdipairhandelloven. Virkeområdene er mao. ikke sammenfallende.

Etter dette medlemmets oppfatning kan uttrykket «dokumentløst formuesgode» være en hensiktsmessig betegnelse som både profesjonelle og ikke-profesjonelle aktører kan bruke. Uttrykket har dessuten den fordelen at det peker på noe som er karakteristisk for de formuesrettighetene som vil være innført i det elektroniske registeret.

Merknader til kapittel 8

Ett medlem av utvalget, *Krokeide*, ønsker å fremheve følgende:

Ved beskrivelsen av hovedhensynene bør det skilles mellom registreringsvirksomheten og oppgjørsvirksomheten. Dette skillet forutsetter selvsagt at et verdipapirregister også driver med oppgjørsvirksomhet, noe som ikke nødvendigvis behøver å være tilfellet.

Hva angår oppgjørsvirksomheten, er dette medlemmet enig i den beskrivelsen som er inntatt ovenfor av de hovedhensynene som gjør seg gjeldende.

Hva angår registreringsvirksomheten derimot, mener dette medlemmet at man bør skille mellom to funksjoner, henholdsvis en informasjonsbasefunksjon og en omsetningsfunksjon. Dette er et skille som går igjen for andre registre som man i prinsippet kan sammenligne med. Tinglysingsregistrene for fast eiendom, skip og fly, som nå også føres elektronisk, har de samme to funksjonene, basert på at det på den ene siden er fullt offentlig innsyn i disse registrene, samtidig som registrene på den annen side skal øke sikkerheten ved omsetningen av de nevnte aktiva. Småbåtregisteret, som ble etablert ved lov av 19. august 1994 nr. 57 og senere videreført ved lov av 26. juni 1998 nr. 47, har en alminnelig informasjonsbasefunksjon for det offentlige og en begrenset informasjonsbasefunksjon for privatpersoner, mens det ikke tar sikte på å ha noen spesiell rettslig omsetningsfunksjon. Et verdipapirregister føyer seg inn i dette bildet, ved at det også har de samme to typer av funksjoner.

Hva angår informasjonsbasefunksjonen, kan det skilles mellom den innsynsretten som vil gjelde for det alminnelige publikum (allmen offentlighet), utstedere av den type rettigheter som er registrert i registeret (begrenset partsinnsyn) og for offentlige myndigheter (kontrollinnsyn), jf. nærmere under kapittel 15 om forvalterregistrering og kapittel 19 om taushetsplikt og innsynsrett. En viktig side av denne informasjonsbasefunksjonen går også ut på at registeret skal kunne brukes som et instrument som uoppfordret gir relevant informasjon til de berørte offentlige myndigheter og/eller organer.

Alminnelig, offentlig innsyn i aksjeboken for aksjeselskaper, som historisk sett er et viktig prinsipp i norsk selskapsrett og som er omtalt i kapittel 15, forutsetter en registrering av de reelle eierforholdene, dvs. på såkalt «investornivå». Det vil klart forenkle denne innsynsretten om opplysningene er samlet i ett sentralt register, slik at publikum slipper å henvende seg til eller å lete flere steder. Av hensyn til en effektiv håndhevelse av kravet om at det er de reelle eierforholdene som skal komme til syne, vil det være en fordel om registeret rent geografisk befinner seg under norsk jurisdiksjon.

Det vil være viktig for pressen å kunne ha et enkelt og uproblematisk innsyn i aksjeeierregisteret (tidligere aksjeboken), noe som igjen vil kunne ha betydning for den praktiske etterlevelse av regler om flaggingsplikt, tilbudsplikt, overvåkning av situasjoner som kan lede til suspensjon av notering på børse o.l.

For offentlige kontroll- og tilsynsorganer vil det være en fordel å kunne bygge på en enkel og uproblematisk rett til alminnelig, offentlig innsyn, slik at disse myndighetene i en tidlig fase slipper å gi tilkjenne at det foregår noen form for etterforskning eller granskning. Derved kan også rutineundersøkelser gjennomføres uten at det vekker oppsikt. Også i denne sammenhengen vil det være en fordel om opplysningene er samlet i ett register, og likeledes at dette registeret rent geografisk befinner seg under norsk jurisdiksjon.

Hva angår den retten som utstedere eventuelt måtte ha til å få innsyn i eierforholdene omkring de formuesrettighetene som disse opprinnelig har innført i registeret, vil det derimot ha mindre betydning om opplysningene er samlet i ett register eller spredt på flere. Utstederne vil være de som er nærmest til å vite i hvilket register rettighetene er innført, ettersom det er utstederne som

bestemmer dette. For utstederne vil det normalt heller ikke ha nevneverdig betydning om registeret befinner seg under norsk jurisdiksjon eller ikke.

Offentlige myndigheter vil iblant ha behov for informasjon som forutsettes å skulle flyte direkte, uten at det skal være nødvendig å rette forespørsel i hvert enkelt tilfelle. Det kan dreie seg om skatterapporteringsplikt, statistisk informasjon o.l. Av hensyn til en effektiv gjennomføring av denne informasjon-sflyten vil det være en fordel om den relevante informasjonen finnes samlet i ett enkelt register, slik at det ikke blir nødvendig for de involverte offentlige myndigheter å forholde seg til og/eller å kompilere informasjon som stammer fra en rekke forskjellige kilder. Ved behov for tilleggsinformasjon vil det også forenkle prosedyren hvis man kan nøye seg med å rette en henvendelse ett sted.

Ved informasjon til myndighetene vil det være en forutsetning at det gis opplysning om de reelle eierforholdene til de formuesrettighetene som det er tale om. Trusler om virkemidler ved manglende etterlevelse av denne plikten vil klart ha størst effekt hvis registeret rent geografisk befinner seg under norsk jurisdiksjon. De vil virke enda sterkere hvis registeret i tillegg skulle finne seg under en form for statlig styring.

Hvis all relevant, tilgjengelig informasjon er samlet på ett sted, kan man tenke seg at registeret vil kunne utføre forskjellige tilleggstjenester og/eller oppgaver for det offentlige, som f.eks. bearbeidelse av statistisk informasjon, RISK-data e.l.

Det vil også forenkle kreditorforfølging hvis namsmyndighetene kan henvende seg på ett enkelt sted («vaske» mot registeret) for å få all tilgjengelig informasjon om formuesrettigheter som det kan være aktuelt å ta utlegg eller utpantning i. I en slik situasjon vil det også kunne være mulig å foreta registrering av konkursåpninger og andre aktuelle insolvenssituasjoner ved direkte link fra Konkursregisteret i Brønnøysund. Av hensyn til mulige språkbarrierer vil det være en fordel om det aktuelle registeret befinner seg i Norge.

Hva angår *omsetningsfunksjonen*, vil det være viktig at registeret har en høyest mulig grad av såkalt «positiv» og «negativ» troverdighet, dvs. at investorene kan stole både på at de opplysningene som er inntatt i registeret om hjemmelsforholdene til de enkelte formuesgodene, er riktige, og på at det ikke finnes andre heftelser og/eller rettigheter i disse formuesgodene enn de som er registrert. I den grad det bør gjøres unntak fra dette utgangspunktet, såkalte «skår» i troverdigheten, bør disse unntakene være færrest mulig.

Fra tid til annen vil det likevel være uunngåelig at det forekommer misbruk som følge av falsk, forfalskning, manglende fullmakt o.l. I slike tilfelle vil man kunne stå overfor vanskelige avveininger med hensyn til om det rettssubjektet som har fått visse, fungible formuesgoder overført til seg, likevel skal vinne rett til disse, eller om det rettssubjektet som har «tapt» sine rettigheter, skal kunne kreve en tilbakeføring av posisjonene i registeret. Men uansett hvilken løsning man velger her, vil det være viktig at den av partene som ufor-skyldt taper sin rett, kan kreve erstatning på objektivt grunnlag av registeret. Dette må også gjelde ved utbetalinger, hvor det på grunn av en feilaktig inn-føring i registeret er blitt utbetalt et beløp til et annet rettssubjekt enn det som reelt sett er berettiget.

For omsetningsfunksjonen vil det være viktig at det finnes klare ansvarsre-gler, og det vil være av stor betydning hvilke regler som gjelder om ans-varsramme, forsikringsdekning o.l. i tilfelle hvor det er blitt begått en eller annen feil av registeret. Det må antas at spesielt utenlandske investorer vil være tilbøyelige til å legge stor vekt på dette.

Av hensyn til omsetningsfunksjonen vil det også være av betydning at det finnes klare regler om rettsvern overfor kreditorforfølgning og/eller kollektivt kreditorbeslag hos en hjemmelsmann, dvs. det rettssubjektet som en investor kjøper av. Disse reglene må være til hinder for at et konkursbo kan komme inn i etterhånd og omgjøre de rettshandlene hvor formuesgodene er blitt mere verdt etter overdragelsen (såkalt «cherry picking»), og de må ikke være til hinder for at det kan foretas flere verdipapiroppgjør i løpet av samme dag.

En effektiv utførelse av omsetningsfunksjonen tilsier også at registreringene må foregå raskt og effektivt, og at registeret bør ha rammebetingelser som oppfordrer det til å prise sine tjenester lavest mulig, samtidig som det oppfordres til å være fleksibelt, tilpasningsdyktig og villig til å inngå forskjellige former for samarbeid med andre registre.

Iblant vil det være slik at de hensynene som ligger bak informasjonsbasefunksjonen, og de hensynene som ligger bak omsetningsfunksjonen, trekker i hver sin retning. Avveiningen av hvilke hensyn som i en slik situasjon bør tillegges størst vekt, kan være vanskelig. Hvis man i forskjellige sammenhenger skulle komme til at hensynene til informasjonsbasefunksjonen bør tillegges størst vekt, vil det være viktig at man samtidig tilstreber fleksible løsninger som kan ivareta hensynene til omsetningsfunksjonen. Og omvendt, hvis man skulle komme til at omsetningsfunksjonen bør tillegges størst vekt, vil det være viktig at man samtidig kan peke på løsninger som kan ivareta de hensynene som ligger bak informasjonsbasefunksjonen.

Dette medlemmet legger også vekt på at hvis de to virksomhetstypene, henholdsvis registreringsvirksomheten og oppgjørsvirksomheten, fysisk enten blir integrert samme sted eller blir utført av forskjellige selskaper som inngår i samme konsern, vil det være viktig å skape et skille mellom henholdsvis registreringsdelen og oppgjørssiden for å unngå at et foretak som både driver registreringsvirksomhet og oppgjørsvirksomhet, får en urimelig konkurransefordel på oppgjørssiden. Dette hensynet vil gjøre seg spesielt gjeldende i en situasjon hvor ett enkelt register har enten et rettslig eller et faktisk monopol på registreringssiden.

Merknader til [\(Link til\)](#) kapittel 9:

Et mindretall, *Krokeide*, går inn for at dagens ordning med et rettslig monopol for registreringsvirksomheten videreføres. Dette medlemmet legger avgjørende vekt på at registerets funksjon som informasjonsbase med styrke taler for at flest mulig opplysninger blir samlet på ett sted. Dette kan i praksis bare skje ved at ett enkelt register får et rettslig monopol på registreringsvirksomhet rettet mot norske utstedere. Derved vil det også følge et rettslig monopol for registrering av de investorene som investerer i de formuesrettighetene som blir etablert av disse utstederne.

Etter dette medlemmets oppfatning vil en plikt til registrering, som vil bli behandlet nærmere under kapittel 14 ovenfor, være et halvhjertet tiltak hvis ikke denne plikten samtidig blir kombinert med et rettslig monopol.

Enhver plikt til registrering vil i det vesentligste være begrunnet i hensynet til den alminnelige, offentlige innsynsretten (i aksjeeierregisteret), samt myndighetenes behov for kontrollinnsyn, herunder den uoppfordrede, direkte flyten av relevant informasjon som er beskrevet under [\(Link til\)](#) kapittel 8 ovenfor.

Hvis den offentlige innsynsretten skal kunne gjennomføres på en effektiv måte vil det imidlertid, etter dette medlemmets oppfatning, være nødvendig

ikke bare med en pliktig registrering, men også med en pliktig registrering på ett bestemt sted. Hvis registreringsplikten ikke blir knyttet til registrering i et bestemt register, vil en person som ønsker innsyn, først måtte henvende seg til vedkommende aksjeselskap (utsteder) for å få rede på i hvilket selskap aksjene i det aktuelle selskapet er registrert. Alternativt kan man tenke seg at dette skal fremgå av firmaattesten, på samme måte som firmaattesten inneholder opplysning om hvem som er selskapets revisor, men da må vedkommende i tilfelle først henvende seg til Foretaksregisteret for å få opplysning om dette. At Foretaksregisteret iblant kan være ukesvis på etterskudd i sin oppdatering, vil være en ulempe i den forbindelse.

Vedkommende vil da risikere å få høre at aksjeeierregisteret er spredt på en rekke forskjellige registre, gjerne beliggende i flere forskjellige land, beroende på hvor i verden selskapets aksjer (eller forskjellige deler av aksjekapitalen), blir mest omsatt. Dette medlemmet vil i den forbindelse peke på at hvis de aktuelle registrene befinner seg i land som er part i EØS-avtalen, behøver de slett ikke å drive sin virksomhet gjennom noe forretningssted i Norge, jf. dette medlemmets bemerkninger nedenfor til kapittel 11 om eierbegrensninger og kapittel 13 om konsesjon, ettersom EØS-avtalen vil være til hinder for at det kan oppstilles noe krav om datterselskap, filial eller kontorsted i Norge. Den som ønsker innsyn vil derved kunne bli henvist til å henvende seg direkte til et aktuelt register i utlandet, med de språkproblemer som det vil kunne medføre.

Alternativt kan man tenke seg at lovgivningen vil kunne inneholde et krav om at aksjeeierregisteret for et bestemt selskap i sin helhet skal være tilgjengelig i ett bestemt register, men da må det i tilfelle innføres et krav i allmennaksjeselskapsloven om dette, og et slikt krav vil kunne tenkes å føre til dobbeltarbeid eller dobbeltregistrering. Det vil dessuten kunne føre til økt risiko for at det formelle aksjeeierregisteret ikke er helt á jour til enhver tid.

Det sier seg selv at hvis en person som ønsker innsyn i aksjeeierregisteret, må sammenholde opplysninger fra flere forskjellige registre, hvorav noen kanskje er beliggende i utlandet, for å få oversikt over eierforholdene i et bestemt aksjeselskap, så vil dette vanskeliggjøre det offentlige innsynet i aksjeeierregisteret, noe som i sin tur vil kunne gjøre det enklere å omgå reglene om flaggingsplikt, tilbudsplikt etc.

For myndighetskontrollen vil de samme hensynene langt på vei gjøre seg gjeldende hvis de aktuelle myndighetene skal kunne bruke den offentlige innsynsretten til å innhente kontrollopplysninger uten å gi seg til kjenne.

Dette medlemmet legger også vekt på at enhver plikt til registrering i praksis vil aktualisere et krav om at Staten må være objektivt ansvarlig for eventuelle feil som måtte bli begått i forbindelse med registreringen, som påpekt nærmere under kapittel 20 om erstatningsansvar nedenfor. Dette kravet vil både logisk og moralsk kunne tenkes å stå så sterkt at det vil være vanskelig å komme forbi det. Da det samtidig er vanskelig å tenke seg at Staten skal være objektivt ansvarlig for mer enn ett register, blir konklusjonen, også ut fra denne synsvinkelen, at det rettslige monopolet i praksis må videreføres hvis den pliktige registreringen på noen måte skal opprettholdes.

Et annet viktig moment i dette bildet, er hensynet til en mest mulig effektiv regel om rettsvern overfor kollektive kreditorbeslag, som omtalt under kapittel 18 om rettsvirkninger av registrering. Som det vil bli påpekt i dette kapitlet, har man i norsk rett lenge hatt en regel om rettsvern overfor kollektive kreditorbeslag som på et viktig punkt i praksis har gått lenger enn det prinsippet som nå er nedfelt i EUs Rådsdirektiv om «finalitet» i betalingssystemer. I

norsk rett har en godtroende erverver, som har fått sin rett innført i registeret, lenge vært beskyttet mot konkurser som formelt er blitt åpnet, men som ingen av de andre deltakerne i «betalingssystemet» enn selgende investor har kjent til. Denne regelen har vært gjeldende siden den nåværende verdipapirsentralloven trådte i kraft, på grunn av bestemmelsen i vpsl. § 5-3. Den eneste ulempe med denne regelen, slik den til nå har vært formulert, er at den har vært til hinder for at det kan foretas flere verdipapiroppgjør i løpet av samme dag.

Denne regelen innebærer et viktig prinsipp som det må antas å kunne være av betydning for finansmarkedet i Norge å kunne videreføre, ettersom dette markedet forlengst har vent seg til at det ikke ligger noen problemer her.

Skal man videreføre - og helst videreutvikle - denne regelen, vil man imidlertid, som anført under kapittel 18, måtte avvike fra Rådsdirektivet på et ikke uvesentlig punkt. Under kapittel 18 nedenfor er argumentert for at et slikt avvik fra Direktivet må være akseptabelt, ikke minst fordi avviket går i retning av å beskytte en godtroende erverver, og derved ivaretar de samme hensynene som ligger grunn for det nevnte Rådsdirektivet. Slik bør det være mulig å resonnerer hvis man legger til grunn at direktivet i det minste på noen punkter må kunne anses som et minimumsdirektiv, og ikke som utelukkende et harmoniseringsdirektiv.

Denne tilnærmingsmåten vil imidlertid etter alt å dømme forutsette at man står overfor et register som rent fysisk er beliggende i Norge, ut fra de prinsipper som ellers er kjent fra internasjonale lovvalgsregler på tings- og konkursrettens område, jf. for eksempel Art. 8 første ledd annet punktum i den nordiske konvensjonen om konkurs av 7. november 1933 og Art. 9 nr. 2 i det nevnte direktivet.

I sin konsekvens innebærer dette resonnementet at regelen i den nåværende verdipapirsentralloven § 5-3 bare kan videreføres - og videreutvikles - i sin preseptoriske form i en situasjon med et rettslig monopol for et register som fysisk sett befinner seg på norsk territorium.

Alternativet vil være å slavisk følge rettsvernsreglene i det nevnte Rådsdirektivet, noe som etter dette medlemmets oppfatning klart vil innebære et tilbakeskritt for omsetningen av dokumentløse formuesgoder som er blitt etablert av norske utstedere. Etter dette medlemmets oppfatning vil det være en lite ønskelig utvikling.

I denne forbindelse kan det også vises til «Kessler-rapporten» av 1988 hvor det fremheves at det i hvert land i prinsippet bare bør finnes en verdipapirsentral som håndterer leveranser av verdipapirer over landegrensene. Hvis denne tanken skal følges opp, innebærer den et monopol.

Dette medlemmet ser for øvrig ikke bort fra at man i fremtiden vil kunne få en utvikling hvor hvert land, ut fra offentlige hensyn, vil ønske å ha sitt nasjonale register. For de mindre landenes vedkommende vil en slik ordning kanskje vanskelig kunne la seg gjennomføre med mindre man etablerer en ordning med et rettslig monopol for ett bestemt register.

Endelig kan det vises til det som det samme medlemmet i kapittel 13 om konsesjon har anført om enkelte praktiske spørsmål som kan tenkes å oppstå ved håndhevelsen av en konsesjonsplikt etter et internt, norsk regelverk overfor registre som er hjemmhørende i utlandet, og som baserer sin omsetning av registreringstjenester til norske utstedere på såkalt «grensekryssende» virksomhet. Problemer av denne art vil automatisk bortfalle hvis man velger å videreføre det rettslige monopolet.

Det eneste reelle hensynet som med noen styrke kan tale for ikke å videreføre monopolet, er det argumentet som flertallet har anført om at en fri konkurranse vil kunne tenkes å bevirke lavere priser, større omstillingsevne og høyere effektivitet. Dette medlemmet er da også enig i at det synes å være en alminnelig erfaring at et foretak som driver under beskyttelse av et rettslig monopol, har lett for å utvikle seg til en noe tungrodd og stivbent organisasjon.

Etter dette medlemmets oppfatning vil imidlertid et rettighetsregister, selv om det skulle ha rettslig monopol på omsetning av registreringstjenester overfor utstedere som er hjemmehørende i Norge, likevel ikke befinne seg i en situasjon hvor det i praksis vil være helt fritatt for konkurranse.

For det første vil det kunne bli spørsmål om å inngå avtaler med rettighetsregistre i andre land, hvor disse registrene fører en form for «underregistre» over posisjoner som investorer som er hjemmehørende i vedkommende land har i f.eks. bestemte, norske aksjeselskaper. Den reelle registreringen vil da i praksis skje i det utenlandske registeret, som bare videreformidler de registrerte opplysningene via link til det sentrale, norske rettighetsregisteret.

(Spørsmål som vedrører hjemmelskonflikter, omsetningskollisjoner og rettsvern overfor kollektive kreditorbeslag vil i slike tilfelle måtte avgjøres ut fra lovgivningen i det landet hvor underregisteret befinner seg. Noe annet vil imidlertid kunne avtales dersom loven i det landet hvor underregisteret befinner seg, er deklarasjonsk. På sikt vil det åpenbart være en fordel med en harmonisering av de nasjonale regelverkene på disse feltene.)

Det sier seg selv at det norske sentralregisteret neppe vil kunne ta noe særlig vederlag av betydning for å motta informasjon enten «en bloc» eller direkte pr. link fra et utenlandsk «underregister» på denne måten. Ettersom det må antas at slike samarbeidsformer med utenlandske registre vil kunne bli mer og mer vanlige, vil de i praksis også resultere i en form for konkurranse mellom registrene om hvilket register som kan levere registreringstjenester billigst og mest effektivt.

Det vil være nærliggende å anta at dette er forhold som investorene, som gjerne vil være de som tar initiativ til etablering av slike «underregistre», vil legge vekt på. Hensynet til disse investorene vil igjen kunne være viktig for utsteder, som selv i en situasjon med et nasjonalt monopol for ett enkelt register alltid vil kunne velge en innføring i et annet register ved å flytte forretningsstedet og hovedkontoret for virksomheten utenlands.

For det annet vil et register som har et rettslig monopol i praksis måtte bli pålagt en plikt til å akseptere at publikum, dvs. såvel investorer som utsteder, kan velge å gjøre bruk av desentraliserte «representanter» for å melde inn opplysninger i registeret, dersom de ønsker det. Som påpekt av mindretallet under kapittel 16 om kontoførerrollen, må alle institusjoner som fyller visse objektive kriterier, som f.eks. banker og oppgjørssentraler, ha rett til å opptre som representanter for registeret.

Disse registerrepresentantene vil da i praksis konkurrere seg i mellom om hvem som kan motta og behandle informasjon på vegne av registeret billigst mulig, og de vil også konkurrere med registeret selv hva angår tjenester som tilbys overfor utsteder.

Etter dette medlemmets oppfatning sier det seg selv at registeret bare i begrenset grad vil kunne ta seg betalt for å håndtere på nytt informasjon som allerede er blitt behandlet og godkjent av disse representantene, som dette medlemmet for øvrig mener bør ha et objektivt ansvar overfor registeret for riktigheten av de opplysningene som de melder inn, jf. under kapittel 20 om erstatningsansvar.

Ut fra ovenstående betraktninger er dette medlemmet av den oppfatning at hensynet til en fri konkurranse ikke bør være til hinder for en videreføring av monopolet.

På den annen side, hvis det rettslige monopolet skal videreføres, må det gjøres på en måte som er forenlig med EØS-avtalen. Det finnes i den forbindelse to mulige unntak som det kan være aktuelt å påberope seg, nemlig unntaket for såkalte «allmenne hensyn», slik som det i sin alminnelige form er nedfelt i EØS-avtalens art. 13 og nærmere presisert i EU-domstolens rettspraksis, jf. under pkt. 5.1.1 ovenfor, og unntaket for offentlig myndighetsutøvelse, som fremgår av Art. 39 jf. art. 32.

Etter dette medlemmets oppfatning synes det heller tvilsomt om unntaket for «allmenne hensyn» vil kunne begrunne et rettslig monopol for et privat rettssubjekt, i hvert fall hvis dette rettssubjektet ikke samtidig via lovgivning har fått delegert en rett til å utøve statlig myndighet.

En påberopelse av unntaket for utøvelse offentlig myndighet synes derimot å være adskillig mer aktuelt. Hvis det rettslige monopolet kombineres med en plikt til registrering, vil det trolig være nok til at registeret i tilstrekkelig grad fremstår som utøver av offentlig myndighet. Hvis staten i tillegg har en direkte eller indirekte styring med registeret, samtidig som staten påtar seg et objektivt ansvar utad for mulige feil som registeret måtte begå, burde forholdet være helt uproblematisk.

Selv om det rettslige monopolet skulle bli videreført, må det i tillegg påses at en eventuell registreringsplikt ikke blir mer omfattende enn det som EØS-avtalen hjemler.

Merknader til pkt. 10.4

Helt på slutten under dette punktet tilføyes:

Et annet mindretall, medlemmet Krokeide, går inn for at registeret videreføres som en selveiende institusjon organisert ved en særlov. Dette forslaget har sammenheng med det delingsforslaget som dette medlemmet samtidig har fremsatt under kapittel 23 om omdannelse, og gjelder dermed i praksis bare for registerdelen av nåværende VPS.

Dette medlemmet vil finne det naturlig å ha stort sett samme organisering for registerdelen av nåværende VPS som for en næringsdrivende stiftelse, dvs. at institusjonen ledes av et styre, og at styrets medlemmer igjen blir valgt av et råd som trer i generalforsamlingens sted med hensyn til godkjenning av regnskap, valg av revisor og i andre spørsmål som naturlig hører hjemme på generalforsamlingsnivå. I stedet for det nåværende representantskapet, som har svært mange medlemmer, bør det være tilstrekkelig om institusjonens øverste organ, rådet, har 5 medlemmer. Norges Bank og Kredittilsynet bør ha fast plass i rådet med en representant hver, mens de øvrige representantene bør representere store «brukere», dvs. en børs, en stor bank og et stort fondsmeglerforetak, ev. organisasjoner av slike brukergrupper.

Staten utpeker hvilke private foretak eller organisasjoner som har krav på å være representert i rådet, og denne utpekingen gjelder til den blir endret. Ny utpeking behøver mao. ikke å skje særlig ofte. Hver representant i rådet velger ett styremedlem hver, med unntak av representanten for Norges Bank, som velger tre styremedlemmer. Styret vil derved komme til å bestå av syv medlemmer. Styrets formann, som skal ha dobbeltstemme i tilfelle av stemmelikhet, skal utpekes av Norges Bank blant de medlemmene som denne institusjonen velger.

I rådet skal representanten for Norges Bank ha 3 stemmer, mens de øvrige representantene skal ha en stemme hver.

I øvrige virksomhetsspørsmål bør man stort sett kunne bygge på de regler som gjelder for næringsdrivende stiftelser. Så omfattende virksomhetsbestemmelser som man finner i den nåværende verdipapirsentralloven, burde det ikke være behov for.

Ved behandling av administrative saker suppleres rådet med ett medlem og styret med to medlemmer valgt av og blant de ansatte, jf. nåværende verdipapirsentrallov § 2-4 annet ledd og § 2-7 annet ledd. Ansettelsesforhold som vedrører administrerende direktør bør i denne forbindelse ikke anses som administrative saker.

Merknader til pkt. 12.3.1

Ett medlem av utvalget, *Krokeide*, mener at det ikke er behov for eierbegrensningsregler, selv under forutsetning av at man går over fra et monopolsystem til et konsesjonssystem (og uten deling av nåværende VPS).

Dette medlemmet legger avgjørende vekt på at det ikke kan innføres noe konsesjonssystem som er basert på at det bare kan gis konsesjon til allmennaksjeselskaper med sete og hovedkontor i Norge. Som følge av EØS-avtalen vil alle foretak som er hjemmehørende i land som er parter i EØS-avtalen, kunne tilby sine tjenester overfor utstedere (les allmennaksjeselskaper og låntakere), som er hjemmehørende i Norge, og dette vil kunne skje ved såkalt «grensekryssende» virksomhet uten at det vil være nødvendig å opprette datterselskap eller fast kontorsted her i landet. De teknologiske forutsetningene for å kunne tilby slike tjenester over landegrensene er allerede til stede, og de vil ikke bli mindre i fremtiden.

Det fremgår av oversikten under pkt. 7.1.2 til pkt. 7.1.5 ovenfor at registreringsforetakene i henholdsvis Sverige, Finland, Tyskland og Frankrike har en eierstruktur hvor enkelte eiere har klart større eierinteresser enn den eierbegrensningsregelen som er foreslått av flertallet i utvalget, nemlig 20 %.

Registrering av dokumentløse formuesgoder omfattes ikke av noe harmoniseringsdirektiv i EU. Det er mao. de alminnelige bestemmelsene i EØS-avtalen som gjelder.

I henhold til disse bestemmelsene kan Norge innføre krav om konsesjon som vilkår for å kunne tilby omsetning av registreringstjenester til utstedere som er hjemmehørende i Norge, men disse konsesjonskravene må være ikke-diskriminerende, og de må ikke fungere som noen «skjult hindring» på den frie flyten av tjenester, jf. EØS-avtalen art. 39, jf. Art. 13.

Dette medlemmet finner det rimelig usannsynlig at norske myndigheter skulle nekte å gi konsesjon til de foretakene som er beskrevet i pkt. 7.1.2 til 7.1.5 under henvisning til at de ikke tilfredsstillter de norske kravene til eierbegrensningsregler.

Eierbegrensningsregler vil dermed i praksis bare få virkning for foretak som blir etablert etter norsk rett, dvs. med sete og hovedkontor i Norge, jf. det noe tilsvarende regelverket etter verdipapirhandeloven § 6-1 sjette ledd som åpner for «dispensasjon» for utenlandske foretak som er «underlagt betryggende tilsyn i hjemlandet».

Reglene vil dermed kunne få liten betydning for de rettssubjektene som de er ment å skulle beskytte, nemlig norske utstedere og investorer, ettersom konkurransen på registreringstjenester etter alt å dømme først og fremst vil komme fra utlandet, og ikke fra nye foretak som blir etablert her i landet.

I en slik situasjon fremstår eierbegrensningsregler som et byråkrati hvor virkemidlet ikke står i rimelig forhold til nytten.

Merknader til pkt. 13.3.1

Ett medlem, *Krokeide*, går inn for at nåværende verdipapirsentral bør deles i en registreringsdel og en oppgjørssdel, slik det fremgår av dette medlemmets merknader under pkt. 23.4 ovenfor. Forslaget er begrunnet i en rekke forskjellige hensyn, men blant disse er også at det ikke lenger kan sies å være en selvsagt ting at registreringsvirksomhet skal foregå enten rent fysisk samme sted, eller juridisk sett enten av samme foretak eller av forskjellige foretak som inngår i samme konsern.

Dette medlemmet legger vekt på at registreringsvirksomheten omfatter to forskjellige hovedtyper av transaksjoner, såkalte «enkeltransaksjoner» eller konto-til-konto overføringer på den ene siden, og såkalte handelstransaksjoner på den andre siden, som nærmere beskrevet under pkt. 6.4.2 ovenfor. Enkeltransaksjonene behandles bare i registreringsdelen, mens handelstransaksjonene behandles både i oppgjørssdelen og i registreringsdelen.

Sammenholder man med omsetningen av fast eiendom, svarer registreringsdelen i prinsippet til det som foregår på tinglysingskontorene, mens oppgjørssdelen svarer til det som foregår i eiendomsmeglerfirmaene etter at en handel er sluttet (kjøper og selger har funnet hverandre) og det økonomiske oppgjøret skal gjennomføres. Det er en kjent sak at eiendomsmeglere må fungere som «mellommenn» ved eiendomssalg for å forhindre at kjøper betaler uten å være sikker på at han vil motta heftefritt skjøte, og omvendt, for å forhindre at selger leverer fra seg et heftefritt skjøte uten å være sikker på at han vil motta kjøpesummen. I praksis kan dette skje på forskjellige måter som det ikke er nødvendig å beskrive her.

Uansett ville man i dagens samfunn finne det underlig hvis en sammenlutning av eiendomsmeglerfirmaer samtidig skulle drive et sentralt tinglysingskontor for fast eiendom. Dette henger sikkert mye sammen med at man tradisjonelt er vant til noe annet. For de dokumentløse formuesgodene har utviklingen vært slik at det er behovet for en rask og sikker omsetning som har drevet frem registreringen. Man kan sammenligne med en hypotetisk situasjon hvor staten ikke på noe tidspunkt hadde funnet det ønskelig eller nødvendig å etablere et offentlig tinglysingssystem for fast eiendom. Og historisk sett er det da heller ikke omsetningsfunksjonen, men informasjonsbasefunksjonen, dvs. behovet for å ha en oversikt over skattefundamentet, som har ligget bak de sentrale myndighetenes omsorg og interesse for matrikkelve senet. Det er ikke så lenge siden størrelsen på en fast eiendom ble målt i skyldøre.

Hvis ikke staten på denne måten hadde interessert seg for matrikulen, kan det godt tenkes at en sammenslutning av eiendomsmeglerfirmaer, av hensyn til omsetningsfunksjonen, på ett eller annet tidspunkt ville ha funnet det nødvendig å opprette et tinglysingssystem for å trygge omsetningen av fast eiendom. Dette tinglysingssystemet ville det i så fall ha vært nødvendig å bruke, ikke bare for den delen av omsetningen som rent faktisk gikk gjennom dette meglerapparatet, men også for all annen omsetning (arv, gave, overdragelse mellom private utenom megler eller ved bruk av utenforstående megler etc.). Hvis utviklingen hadde gått slik, er det mye som taler for at de fleste nok også ville ha opplevd dette som en naturlig ordning.

Man kan på en måte si at det er en slik utvikling som har funnet sted for de dokumentløse formuesgodenes vedkommende. Det er dermed ikke sagt at dette er noe system som man bør holde fast ved for fremtiden.

Det nevnte systemet skaper et viktig praktisk problem, nemlig at det blir vanskelig å fastslå prioriteten for handelstransaksjonene. Er det det tidspunktet når de kommer inn til oppgjørsgjerdelen, tidspunktet når de «overføres» fra oppgjørsgjerdelen til registreringsdelen eller tidspunktet når registreringsdelen er ferdig med å behandle dem som skal være avgjørende? Denne problematikken er det blitt skrevet mye juridisk teori om, jf. for eksempel Brækhus, Omsetning og Kreditt, 3 & 4 1998 s. 277 med henvisninger, og full enighet er ennå ikke oppnådd.

For de såkalte konto-til-konto eller enkelttransaksjonene, er det enklere, disse skal bare behandles i registreringsdelen og får rettsvern når de er blitt anmeldt dit. Forutsetningsvis skal de føres inn i en daglig journal straks de er blitt anmeldt, jf. vpsl. § 4-9.

For handelstransaksjonenes vedkommende er det som sagt vanskeligere. De kan vanskelig få rettsvern på det tidspunktet de innkommer til oppgjørsgjerdelen, om ikke annet, så alene av den grunn at det ikke behøver å være såkalte «fondsaktiva» på konto til dekning av dem på dette tidspunktet. Derimot kan det godt være enkelttransaksjoner på vei «inn» på dette tidspunktet (disse behandles raskere), og dermed kan det likevel godt vise seg å være dekning på det (senere) tidspunktet da den såkalte «dekningskontrollen» utføres, som omtalt under pkt. 6.3.2.3.

Saksforholdet kompliseres ytterligere av det enkle faktum at den «daglige journal» som er nevnt i vpsl. § 4-9, ifølge dagens praksis er «felles» både for registreringsdelen og oppgjørsgjerdelen. Skulle man vært systematisk her, burde det vært ført to daglig journaler, en for registreringsdelen og en for oppgjørsgjerdelen. Handelstransaksjonene måtte i så fall føres inn i den daglige journalen for registreringsdelen etter at oppgjørsgjerdelen var ferdig med å tilrettelegge dem i en såkalt «batch» for multilateral netting, samtidig som «låsing» av de individuelle posisjonene ble påbegynt.

Det sier seg selv at det blir vanskelig å skape tilstrekkelig notoritet over dette hvis begge typer av virksomhet foregår enten fysisk samme sted eller juridisk i samme konsern. Det enkleste ville være om begge typer av transaksjoner kom inn «utenfra» når de skulle behandles i registeret. Derved ville det også bli like konkurransevilkår for alle foretak som drev med oppgjørsvirksomhet, hva enten det bare dreide seg om tilretteleggelse eller også om funksjon som «sentral motpart».

En deling av nåværende VPS ville tilgodese dette behovet. Alternativt kunne man tenke seg at handelstransaksjonene skulle anses overført fra oppgjørsgjerdelen til registerdelen til faste klokkeslett, som var kunngjort og som omverden derfor visste om, men da kunne man av konkurransehensyn neppe tillate at oppgjørsgjerdelen samtidig skulle drive med såkalt enkeltvis matching, hvor oppgjøret bare består i å finne to handler som passer til hverandre.

Dette medlemmet går derfor prinsipielt inn for at registreringsvirksomheten og oppgjørsvirksomheten blir skilt fra hverandre, og at registeret ikke får anledning til å drive oppgjørsvirksomhet. Subsidiært må man i tilfelle finne andre måter å håndtere denne problemstillingen på.

Hva angår tilknyttede tjenester som beskrevet under pkt. 6.3.4.2 og pkt. 6.3.4.4, må det vurderes nærmere om disse kan tillates dersom de innebærer at registeret får anledning til å «låse» individuelle posisjoner på tidspunkter som det ikke er tilstrekkelig notoritet over.

Merknader til kapittel 11

Ett medlem av utvalget, *Krokeide*, ønsker å påpeke at selv om det i EØS-retten ikke er harmoniserte regler for etablering og drift av virksomhet som går ut på å drive registrering av dokumentløse formuesgoder vil de alminnelige reglene i EØS-avtalen, herunder spesielt Del III Kapittel 5 om fri omsetning av tjenester, gjelde.

I henhold til disse bestemmelsene synes det rimelig klart at det ikke kan oppstilles krav om at virksomheten skal drives ut fra et norsk datterselskap som er etablert med sete og hovedkontor i Norge. Adgangen til å drive såkalt «grensekryssende» virksomhet gjelder for alle de tjenestene som omfattes av EØS-avtalen, og ikke bare for de tjenestene som ligger innenfor et harmoniseringsområde.

Forskjellen ligger i at for tjenester som ligger utenfor et harmoniseringsområde, kan vertslandet, dvs. det landet hvor tjenesten faktisk blir omsatt, stille krav om konsesjon. Disse kravene må imidlertid være ikke-diskriminerende og de må ikke fungere som noen «skjult hindring» for den frie flyten av tjenester innenfor EØS-området, jf. EØS-avtalen Art. 36 jf. Art. 13.

At en tjeneste som går ut på å drive elektronisk registrering av dokumentløse formuesgoder, er å anse som en tjeneste «som vanligvis ytes mot betaling», slik som dette uttrykket er brukt i EØS-avtalens Art. 37, synes rimelig klart.

Et medlem, *Krokeide*, ønsker å påpeke at de spørsmålene som man står overfor ved håndhevelsen av en konsesjonsordning for foretak som driver virksomhet som går ut på å registrere dokumentløse formuesgoder, vil være de samme som man står overfor ved håndhevelsen av konsesjonsordningen for foretak som driver slik oppgjørsvirksomhet som innbefatter funksjon som «sentral motpart», som definert i verdipapirhandelloven § 1-6.

Denne konsesjonsordningen er omhandlet i verdipapirhandelloven § 6-1. Det fremgår av sjettede ledd i denne bestemmelsen at konsesjonsmyndigheten kan dispensere fra forskjellige krav og vilkår for foretak som er hjemmehørende i et land som er part i EØS-avtalen, og som er «underlagt betryggende tilsyn i hjemlandet».

Utvalget har ikke i særlig grad fått seg forelagt opplysninger om hvilke regler om konsesjonsplikt som gjelder for foretak som driver med elektronisk registrering av dokumentløse formuesgoder i andre EØS-land, eller hvilke former for tilsyn disse foretakene er underlagt.

Det kan tenkes at det i andre EØS-land ikke er konsesjonsplikt i det hele tatt, eller om det er konsesjonsplikt, at denne plikten i praksis ikke er kombinert med noen særlig omfattende form for tilsyn.

Hvis formålet med konsesjonsplikten går ut på å beskytte norske utstedere (allmennaksjeselskaper og låntakere), mot useriøse aktører som opererer på markedet, vil norske myndigheter kunne bli nødt til å utøve tilsyn med foretak som ikke er undergitt tilfredsstillende tilsyn i hjemlandet dersom konsesjonsordningen skal virke etter sin hensikt.

Norske myndigheter vil bl.a. måtte ta stilling til om selskapet har tilfredsstillende egenkapital, ansvarsforsikring, forretningsvilkår o.l. Dette vil kunne bli en omfattende oppgave hvis den skal gjennomføres fullt ut.

Ved innføring av en konsesjonsordning kan det også stilles spørsmål om det i det hele tatt har noen hensikt å oppstille preseptoriske rettsregler om rettsvirkningene av registrering. I henhold til utkastet til lovtekst består den konsesjonspliktige virksomheten i å drive «registrering av finansielle instru-

menter med de virkninger som bestemt i denne lov». Dette synes å være samme formulering som man finner i den danske og den svenske loven.

De virkninger det er tale om er reguleringen av følgende:

1. Forholdet mellom innehaveren av et dokumentløst formuesgode og utstederen;
2. hjemmelskonflikter;
3. omsetningskollisjoner og
4. rettsvern overfor kollektive kreditorbeslag.

Formuleringen innebærer at de nevnte reguleringene blir preseptoriske. Ved et rettslig monopol ligger det nærmest implisitt i selve ordningen at reguleringen er preseptorisk. Man kan vanskelig tillate at andre foretak etablerer seg på det samme virksomhetsområdet, selv om de unnskylder seg med at rettsvirkningene av den elektroniske registreringen som de driver med, på noen (få) punkter avviker fra rettsvirkningene av en registrering i monopobedriften.

Hvis man opphever monopolet, og samtidig har for øye at foretak som er hjemmehørende i andre land som er parter i EØS-avtalen, kan drive «grensekryssende» virksomhet, blir situasjonen med ett noe annerledes.

Hvis man tillater at utstedere som er hjemmehørende i Norge, registrerer de dokumentløse formuesgodene som de utsteder «ute», er det kanskje heller ingen grunn til å holde fast ved at rettsvirkningene av denne registreringen skal følge av en norsk lov. Hvis norske utstedere kan registrere de formuesgodene som de utsteder, i et annet land, bør de også kunne velge å la rettsvirkningene av denne registreringen være undergitt de reglene som gjelder i dette landet.

Dette vil i praksis kunne lede til at en norsk lov på området bare vil komme til å gjelde for registreringsforetak som er hjemmehørende i Norge. Denne loven kan da være preseptorisk bare for disse, eller den kan være deklaratisk, slik at det vil være opp til det aktuelle registeret selv å bestemme hvilke rettsvirkninger registreringen skal ha.

I den forbindelse kan nevnes at selv om spørsmålet om hva som skal til for å oppnå rettsvern overfor kollektive kreditorbeslag normalt ikke er noe som vil bli overlatt til partenes frie valg, så synes det å følge av det såkalte «finalitetsdirektivet», Rådsdirektiv 98/26/EU, at det blir lagt opp til stor valgfrihet på dette punktet, i hvert fall med hensyn til hvilket lands rett som skal gjelde. Et alternativ kan da være at en adgang for registeret til i hvert fall å kunne velge at et fremmed lands rett skal gjelde på dette området, kan stå åpen.

En annen sak er at det naturligvis kan skape visse komplikasjoner hvis forskjellige registre, som er hjemmehørende i Norge, skulle ha forskjellige rettsregler om rettsvirkningene av registrering.

Merknader til kapittel 14

Ett medlem av utvalget, *Krokeide*, vil påpeke at den nåværende plikten i allmennaksjeselskapsloven til å registrere aksjene i VPS, er lovfestet i en situasjon med et rettslig monopol for VPS. En vesentlig del av hensikten med denne registreringsplikten er at VPS skal fungere som et aksjeeierregister for disse selskapene.

Hvis eneretten oppheves, samtidig som registreringsplikten beholdes, vil det gjenstå et uavklart spørsmål med hensyn til hvor publikum skal henvende

seg for å få innsyn i aksjeeierregisteret. Skal det fortsatt være et krav om at alle aksjene som måtte være utstedt av et allmennaksjeselskap skal være innført i ett og samme register, og hvordan skal det i tilfelle gjennomføres?

En regulering av disse spørsmålene vil kreve en ny gjennomgang av allmennaksjeselskapslovens regler på dette punktet.

Ett medlem av utvalget, *Krokeide*, går mot å oppheve bestemmelsen i gbl. § 11 annet ledd nr. 1 som er hjemmelen for at fysiske ihendehaverobligasjoner har negotiabilitetsvirkninger. Dette medlemmet viser til oversikten under pkt. 14.1.1 ovenfor hvor det fremgår at ikke alle obligasjoner som blir utstedt av norske utstedere (låntakere), er registreringspliktige i VPS i dag. Følgelig er det, selv for norske utstedere, et område igjen hvor gbl. § 11 annet ledd nr. 1 kan komme til anvendelse, og da kan bestemmelsen vanskelig oppheves.

En opphevelse vil dessuten kunne få uheldige virkninger ved omsetning av fysiske ihendehaverobligasjoner som er utstedt av utstedere i andre land, og som utlendinger måtte bringe med seg ved flytting til Norge. Ved omsetning av slike papirer vil det fortsatt være behov for negotiabilitetsregler.

En opphevelse av adgangen til å bruke fysiske ihendehaverobligasjoner blir dessuten et slag i luften hvis man ikke samtidig kombinerer det med et forbud mot å velge utenlandsk rett, som i finansavtaleloven av 25. juni 1999 nr. 46 § 2 (3), eller med et forbud mot å utstede navnegjeldsbrev som er transportert in blanco, som i en eldre forordning av 14. mai 1754 § 4, omtalt hos Augdahl, Den norske obligasjonsretts alminnelige del, 4. utg. 1972 s. 10.

Virkningene av slike regler vil imidlertid være det samme som å etablere en plikt til registrering i et elektronisk register, og da kan man like gjerne si det rett ut.

Ett medlem av utvalget, *Krokeide*, slutter seg til dissensen til Ask og Kleven og vil dessuten foreslå at Sentralregisteret for dokumentløse formuesgoder skal føre to typer av registre: Ett finansmarkedsregister, med strenge negotiabilitetsregler og objektivt ansvar for registeret ved feil i registreringen, og et ordinært formuesregister, hvor rettsvirkningene av registrering vil være de som følger av aksjeselskapslovens § 4-8 (2) og § 4-13 (2). For rettsvern overfor utleggs- og namsforretninger foreslås § 4-13 (3) å gjelde, mens det ved konkurs vil være mest praktisk at posisjonen automatisk blir sperret, på samme måte som i Finansmarkedsregisteret.

Oppgaven med å sende inn frivillige rettsstiftelser til registrering kan tillegges selskapets revisor, ettersom alle aksjeselskaper må ha en revisor. Fremgangsmåten vil da være den at det er avhenderen, eller rettsstifteren, som henvender seg til selskapets revisor med opplysning om at vedkommende har inngått den og den avtale som ønskes registrert. Revisor sjekker rettsstifterens identitet og hjemmelsforholdet i aksjeboken (det ordinære formuesregisteret), og sender opplysningen til Sentralregisteret. Namsmyndigheter forutsettes å kunne foreta innmelding av heftelser direkte.

For publikum vil en slik ordning kunne bli en stor lettelse hvis den blir etablert og fullt utbygget. Mange selskaper har i dag ikke tilfredsstillende rutiner for føring av aksjeboken, og melding om aksjeoverdragelser eller pantsettelse til selskapet gir liten eller ingen notoritet i situasjoner hvor de involverte parter selv har ledende funksjoner og/eller eierinteresser i selskapet.

Slik reglene er i dag er det dessuten en ulempe at man må henvende seg to steder for å få vite om det er registrert pant på en aksje: Både til selskapet, for å få vite om dette har mottatt melding om noen frivillig pantsettelse, og til Løsøreregisteret, for å få vite om det finnes noen utlegg som bare er registrert der, jf. pantel. § 5-7 (5). Ved utlegg er det dessuten en ulempe at rettsvernet

overfor godtroende erverver er avhengig av at selskapet «får» melding om utleggspantet, jf. pantel. § 4-2a (2). Hvis selskapet er eid av aksjonæren vil det alltid kunne være fristende å hevde at det ikke har «fått» noen slik melding, eller det vil være enkelt å antedatere en overdragelse som selskapet angivelig allerede skal ha fått melding om.

En overføring av aksjebøkene i ordinære aksjeselskaper til et sentralt formuesregister vil kunne løse en rekke slike praktiske problemer. Det vil desuten kunne forenkle det offentlige innsynet for publikum, samt utføringen av en del rapporteringsoppgaver for det offentlige.

Merknader til pkt. 18.3.2.2

Ett medlem, *Krokeide*, har følgende særmerknad hva angår det noe problematiske forholdet til det såkalte «finalitetsdirektivet», Rådsdirektiv 98/26/EU:

Formålet med dette rådsdirektivet er å beskytte deltakerne i et såkalt «multilateralt oppgjør» hvor dokumentløse formuesgoder skal utveksles mot andre dokumentløse formuesgoder eller penger mot at en konkurs hos en av deltakerne skal kunne få retroaktiv virkning for en eller flere av de andre deltakerne. Konkursboet til vedkommende deltaker vil da gjerne forlange omgjort de transaksjonene hvor det aktuelle formuesgodet har steget i verdi siden konkursåpningen, mens det vil la det bero med de øvrige. Dette kalles for såkalt «cherry picking».

For en forståelse av rettsvernsreglene for de dokumentløse formuesgodene kan det være hensiktsmessig å sammenligne med de regler som gjelder for penger. Ved åpning av en konkurs, vil konkursdebitor fortsatt være legitimert til å ta ut de pengene som han har på sine bankkonti, selv om han ikke har rett til det. Hvis en konkursdebitor går i banken en halv time etter at det er blitt åpnet konkurs, kan boet ikke kreve at banken betaler om igjen hvis den verken hadde eller burde ha hatt kjennskap til konkursåpningen. Dette følger av bestemmelsen i kkl. § 100 annet ledd første alternativ. Det er for å forhindre dette at bobestyrere gjerne sørger for sperring av konkursdebitors konti som noe av det første de gjør etter åpning av en konkurs. Dette skjer ved en henvendelse til banken.

Hvis konkursdebitor benytter de pengesedlene som han uberettiget har tatt ut av banken etter konkursåpningen til å handle for, vil betalingsmottakeren være beskyttet av de negotiabilitetsreglene som gjelder for penger, jf. Brækhus, Omsetning og Kreditt 1, Den personlige gjeldsforfølgning 1991 s. 176.

Hvis konkursdebitor i stedet for å ta ut pengene, leverer inn en giro til belastning på sin konto, vil betalingsmottakeren være beskyttet når han har fått beløpet kreditert inn på sin konto eller mottatt melding om overføringen (såkalt «advis»), avhengig av hva som inntreffer først, jf. Mads Henry Andenæs, Konkurs 1999 s. 192 med henvisninger. Dette gjelder uansett om giroen er blitt innlevert før konkursåpningen eller ikke. I den sist nevnte situasjonen vil det formelt være kkl. § 100 annet ledd første alternativ som kommer til anvendelse. Hvis banken ikke har vært i aktsom god tro, må den betale om igjen til boet. Det sees her bort fra reglene om omstøtelse.

Dokumentløse formuesgoder som er registrert på et registerblad eller en «konto» i et elektronisk register, kan på mange måter sammenlignes med penger som står på en ordinær innkudds- eller foliokonto i en bank. På samme måte som når det gjelder penger, vil det kunne være nærliggende å reise

spørsmålet om ikke konkursboet bør sørge for å få «sperret» kontoen for å frata konkursdebitors hans legitimasjon.

Reelt sett er det en slik regel man finner i bestemmelsen i nåværende verdipapirsentrallov § 5-3, som etablerer et prinsipp om at konkursåpninger skal registreres i registeret. Bestemmelsen i vpsl. § 5-3 har imidlertid den ulempe, slik den er formulert, at konkursåpninger anses registrert med tilbakevirkende kraft for hele den dagen da de er blitt innført i daglig journal. Som følge av dette kan det bare gjennomføres verdipapiroppgjør en gang pr. dag (om kvelden, etter at registeret er stengt for dagen). Dette er en ulempe for virksomheten, og registeret har lenge ønsket å gjøre noe med det. Derfor er det også blitt foreslått en lovendring for å imøtekomme dette behovet.

De reglene som er skissert ovenfor, tar utgangspunkt i en situasjon hvor konkursdebitor er hjemmehørende i Norge. Da vil konkursen også bli åpnet i Norge. Alle konkursåpninger i Norge skal automatisk meldes til Konkursregisteret, jf. kkl. § 144, og dette medlemmet vil foreslå å endre forskriften om Konkursregisteret av 23.08.93 slik at Konkursregisteret blir pålagt en plikt til å formidle konkursåpningen direkte videre til VPS straks meldingen er blitt mottatt av Konkursregisteret, på samme måte som Konkursregisteret automatisk foretar oppdatering av Løsøreregisteret og Foretaksregisteret.

Derved vil man få en tilfredsstillende ordning for alle konkursdebitorer som er hjemmehørende i Norge. Konkursåpningen vil på denne måten automatisk bli registrert i registeret straks etter at den har funnet sted, og som følge av denne sperringen, vil konkursdebitor være fratatt sin legitimasjon. Dermed er det heller ingen som kan tape penger på å handle dokumentløse formuesgoder med en konkursdebitor etter at han er gått konkurs.

Som så ofte ellers, er virkeligheten dessverre ikke så enkel som denne forenklede modellen. Det finnes en rekke utenlandske foretak som er registrert med konti i registeret, enten i egenskap av forvaltere, eller i egenskap av såkalte «direkteregistrerte» investorer. Ved konkurs hos en av disse, blir det vanskeligere.

For det første kan det tenkes at det landet som konkursdebitor er hjemmehørende i, har andre konkursrettslige regler enn Norge. Det kan f.eks. være at konkursdebitor, etter sitt hjemlands rett, ikke har noen legitimasjon etter konkursåpningen overhodet. I en slik situasjon vil lovvalgsreglene i den internasjonale privatrett om konkurs komme inn i bildet. Disse kan enten lede til at det er rettsreglene i konkursdebitors hjemland som blir lagt til grunn, eller de kan lede til at det er rettsreglene i det landet hvor registeret befinner seg, som kommer til anvendelse.

I den internasjonale privatrett gjelder det såkalte «tingsstatuttet», eller *lex rei sitae*, både for fast eiendom og for løsøre, noe som i prinsippet innebærer at det er rettsreglene i det landet hvor formuesobjektene befinner seg, som kommer til anvendelse, jf. Cordes/Stenseng, Hovedlinjer i internasjonal privatrett, 1999 s. 331 flg. For løsøre regjenstander vil man få det problemet at de lett kan flyttes fra land til land, noe som kan medføre særlige tingsrettslige konflikter.

Tingsrettslige spørsmål vedrørende løsøre regjenstander som er innført i et register, blir normalt avgjort etter retten i registreringslandet, ut fra prinsippet om *lex libri sitae*, jf. Cordes/Stenseng s. 337 med henvisninger. Rettsvern overfor kollektive kreditorbeslag vil være et slikt tingsrettslig spørsmål.

Dette prinsippet gjelder i utgangspunktet for såkalt realregistrert løsøre, som skip og fly, og kan ikke uten videre overføres på dokumentløse formuesgoder. En registreringsordning for disse aktiva er dessuten historisk sett så

nytt at det muligens ennå ikke har utviklet seg klare retts- regler på dette området. Ut fra retts tekniske hensyn vil det imidlertid være nærliggende å anvende prinsippet om *lex libri sitae*.

For aksjebrev, vil forholdet mellom aksjeeieren og aksjeselskapet bli regulert av rettsreglene i det landet der aksjeselskapet har sitt hovedsete, jf. Cordes/Stenseng s. 338. Rådigheten over dokumentet, i tilfelle av hjemmel-skonflikter eller omsetningskollisjoner, bedømmes derimot av rettsreglene i den staten der verdipapiret oppbevares (*lex cartae sitae*). Hvis det ikke er utstedt noe aksjebrev, finnes det ikke noe verdipapir som kan oppbevares. Da har man neppe noe annet valg enn å legge til grunn rettsreglene i det landet hvor det dokumentløse formuesgodet er innført i et register.

Tilsvarende regler må antas å gjelde for obligasjoner som er blitt lagt i depot, jf. Art. 8 første ledd annet punktum i den nordiske konvensjonen om konkurs av 7. nov. 1933. Hvis det ikke er blitt utstedt noen obligasjon, vil man heller ikke disse tilfellene ha stort annet valg enn å legge til grunn rettsreglene i det landet hvor det dokumentløse formuesgodet er registrert.

Det må derfor antas at norske domstoler vil befinne seg på trygg grunn hvis de i en konfliktsituasjon skulle komme til at det er norske rettsregler om rettsvern overfor kollektive kreditorbeslag som skal gjelde for dokumentløse formuesgoder som er blitt innført i et register som befinner seg i Norge. Dette standpunktet vil formodentlig stå enda sterkere i en situasjon hvor det aktuelle registeret har et rettslig monopol, fordi man da normalt må kunne forutsette at det aktuelle formuesgodet også vil ha en annen sterk tilknytning til Norge enn bare å være registrert i et norsk register (norsk allmennaksjeselskap, norsk låntager etc.).

Det som i praksis kan skape større problemer, er at registeret normalt ikke vil få noen automatisk melding om konkursåpninger i utlandet. Disse blir jo ikke innført i det norske konkursregisteret. Fordi bobestyrer først må klarlegge hvilke aktiva konkursskyldneren eier, og deretter må få brakt på det rene at det vil være nødvendig å melde konkursåpningen til registeret i Norge, for å frata konkursskyldneren hans legitimasjon, kan det ta lang tid før en konkursåpning i utlandet blir registrert i det norske registeret. I mellomtiden fortsetter konkursdebitor å være legitimert. Denne legitimasjonen hjelper imidlertid ikke hvis erververen ikke er i aktsom god tro mht. konkursåpningen, jf. prinsippet i kkl. § 100 annet ledd.

I motsetning til hva som har vært gjeldende rett i Norge siden verdipapir-loven trådte i kraft, bygger det såkalte «finalitetsdirektivet» ikke på noe prinsipp om at de konti som dokumentløse formuesgoder er registrert på, automatisk skal sperres når det blir åpnet konkurs hos innehaverne av slike konti.

Direktivet forsøker riktignok å etablere en ordning hvorved det skal skaffes oversikt over konkursåpninger. Dette fremgår av Art. 6 nr. 2 og 3. I Art. 6 nr. 2 heter det at når det innledes insolvensbehandling mot et rettssubjekt, skal den juridiske eller administrative myndigheten som gjør dette, meddele sin beslutning til en kompetent, sentral myndighet i vedkommende land. (For Norges vedkommende vil dette være Konkursregisteret). Vedkommende stat skal deretter umiddelbart underrette de andre medlemsstatene (i EØS-området), om konkursåpningen.

Det er intet som tyder på at direktivet legger opp til at det skal etableres noe felles, sentralt register for konkursåpninger i hele EØS-området. I stedet forutsettes det at hvert land skal ha sitt nasjonale konkursregister, og at disse registrene skal utveksle informasjon med hverandre. Hvis dette skal følges opp, må hvert land føre sitt nasjonale register som i tillegg til de opplysninger

som kommer fra landets egne myndigheter, også må ta imot og håndtere informasjon som strømmer fra alle de andre, nasjonale registrene.

Fullt gjennomført innebærer dette at man vil få like mange nasjonale registre, inneholdende de samme opplysningene, som det finnes medlemsstater i EØS. I utgangspunktet virker dette som et rimelig urasjonelt og tungrodd system. På den annen side skal man være oppmerksom på at Rådsdirektivet ikke vil gjelde for andre rettssubjekter enn de som i henhold til definisjonene i Art. 2 litra f er å anse som «deltakere» i et betalings- og oppgjørssystem, og det vil være en adskillig mer begrenset krets enn de rettssubjekter som kan tenkes å være innehavere av konti i det norske registeret, jf. nærmere nedenfor.

Ved handelstransaksjoner hvor det benyttes en oppgjørssentral eller en sentral motpart, vil det være denne oppgjørssentralens eller sentrale motpartens oppgave å påse at det ikke er blitt åpnet konkurs hos innehaveren av den kontoen som de aktuelle, dokumentløse formuesgodene skal hentes fra, før overføringsoppdraget blir innført i systemet. Hvis oppgjørssentralen eller den sentrale motparten forsømmer seg her, vil erververen av de aktuelle dokumentløse formuesgodene bli identifisert med vedkommende oppgjørssentral eller sentrale motpart, og ikke vinne rett, jf. Art. 3 nr. 1 annet avsnitt i Rådsdirektivet.

Sammenholder man med de regler som gjelder i dag og som er foreslått videreført og videreutbygget på nasjonalt plan, kan man tenke seg en situasjon hvor: 1) det finnes ingen regel om at konkursdebitor er legitimert til å disponere over sine konti etter konkursåpningen inntil disse kontiene er blitt sperret; 2) det finnes ingen regel om at den utpekte, sentrale myndigheten i Art. 6 nr. 2 (les: Konkursregisteret), automatisk skal innrapportere meldinger om konkursåpninger til et eventuelt sentralt register for dokumentløse formuesgoder.

De berørte oppgjørssentraler og sentrale motparter vil i så fall være henvist til å kontakte det nasjonale konkursregisteret for å få rede på hvorvidt noen av de selgende «instituttene», som definert i Art. 2 litra b i Rådsdirektivet, er blitt slått konkurs eller ikke på det tidspunktet da overføringsoppdraget blir innført i systemet.

Forutsatt rasjonell og effektiv oppdatering av all relevant informasjon, vil denne ordningen kunne hjelpe et stykke på vei. Rådsdirektivet bygger formodentlig på en forutsetning om at all relevant informasjon om konkursåpninger, som nevnt i Art. 6 nr. 2 og 3, skal tilflyte de relevante, nasjonale sentrale organer samme dag som konkursåpningen finner sted. Samtidig inneholder direktivet en privatrettslig regel i Art. 3 nr. 1 annet avsnitt som i praksis innebærer at konkursdebitor anses legitimert til å disponere over sine konti i registeret samme dag som konkursåpningen finner sted (men antitetisk ikke dagen etter og de påfølgende dager). Denne legitimasjonsregelen forutsetter dessuten at overføringsoppdraget blir utført samme dag som det blir innført i systemet.

Dette planlagte systemet vil muligens kunne fungere effektivt når det er blitt fullt utbygget, men med den treghet som det normalt vil være ved etablering av denne slags sentrale institusjoner, og ikke minst med etablering av et felles kommunikasjonssystem for utveksling av relevant informasjon, er det grunn til å frykte for at det kan ta mange år før det vil være fullt utbygget. Den dagen det måtte være fullt utbygget, vil et slikt system fungere omtrent som de rettsreglene som utvalget foreslår å videreføre på nasjonalt plan i Norge, hvis man ser bort fra at de aktuelle opplysningene ikke vil være tilgjengelige i

selve registeret i form av en sperring av de konti som innehas av rettssubjekter som blir slått konkurs. Systemet vil nettopp av den sist nevnte grunnen fortsette å være usikkert, fordi det alltid vil kunne finnes konkursåpninger som inntreffer så sent på dagen at de ikke vil kunne bli videreformidlet samme dag, eller som ikke blir videreformidlet av de berørte myndigheter så fort som man måtte ønske.

Rådsdirektivet har heller ingen regler som ivaretar behovet for å få opplysninger om konkurs- åpninger i land som ikke er parter i EØS-avtalen, eller hvorledes man skal forholde seg til slike konkursåpninger.

Hvis man skal sammenholde de reglene som vil gjelde iht. finalitetsdirektivet med de reglene som er foreslått å videreføre i nasjonal, norsk rett, kan det være hensiktsmessig å stille opp følgende skjema:

1. Konkursåpninger som finner sted før overføringsoppdraget blir innført i «systemet», eller tidligere:
 - a) Erververen er i god tro
 - b) Erververen er ikke i god tro
2. Konkursåpninger som finner sted etter at overføringsoppdraget er blitt innført i «systemet», men samme dag som dette, forutsatt at overføringsoppdraget også blir gjennomført denne dagen:
 - a) Erververen er i god tro
 - b) Erververen er ikke i god tro
3. Konkursåpninger som finner sted dagen etter at overføringsoppdraget er blitt innført i «systemet», eller senere.

I gruppe 3 oppstår ikke noe problem. Her vil konkursboet ikke ha noen beslagssrett, verken etter finalitetsdirektivet eller etter nasjonal, norsk rett, og spørsmålet om hvorvidt erververen er i aktsom god tro eller ikke, vil ikke oppstå.

I gruppe 2 risikerer erververen ifølge finalitetsdirektivet å tape sin rett i de tilfelle som er beskrevet i pkt. 2.2. Dette kan skje ved at den oppgjørssentralen eller den sentrale motparten som erververen skal identifiseres med, unnlater å sjekke grundig nok med det nasjonale konkursregisteret før et overføringsoppdrag blir lagt inn i systemet. I praksis vil det kanskje ikke være så lett å sjekke disse forholdene så grundig som domstolene i etterhånd vil kunne være tilbøyelige til å mene at man burde ha gjort.

Etter nasjonal norsk rett vil konkursdebitor være legitimert til å råde over de dokumentløse formuesgodene inntil kontoen er blitt sperret, men hvis erververen kjente eller burde ha kjent til konkursåpningen, vil han jo ikke vinne rett i forhold til konkursboet. Forskjellen blir rettslig sett ikke så stor. For konkursåpninger som blir meldt inn i Konkursregisteret, vil den ligge mer på et praktisk plan, idet slike konkursåpninger foreslås direkte videreformidlet til VPS, og dermed vil det automatisk inntre en sperring.

Slik automatisk sperring vil inntre ved konkursåpning hos rettssubjekter som er hjemmehørende i Norge. Den vil også inntre ved konkursåpninger hos rettssubjekter som er hjemmehørende i andre EØS-land, dersom man velger Konkursregisteret som den relevante, nasjonale myndigheten etter Art. 6 nr. 3 til å motta meldinger om konkursåpninger fra andre land som er parter i EØS-avtalen. Det siste vil man sannsynligvis uansett gjøre.

I gruppe 1 risikerer erververen å tape sin rett i de tilfelle som er beskrevet i pkt. 1.2, på samme måte som omtalt for de tilfelle som er beskrevet i pkt. 2.2 ovenfor. Også her vil forskjellen mer ligge på et praktisk enn på et rettslig plan.

For de tilfelle som er beskrevet i pkt. 1.1 derimot, blir forskjellen stor. Her vil erververen tape sin rett ifølge finalitetsdirektivet, mens han vil være beskyttet etter nasjonal norsk rett. Den nasjonale, norske retten vil mao. gå lenger i retning av å beskytte godtroende erverver av dokumentløse formuesgoder enn hva som er tilfellet etter finalitetsdirektivet.

Det spørsmålet som så reiser seg, er om det vil være anledning til å ha en rettsvernsregel i nasjonal norsk rett som avviker fra finalitetsdirektivet på denne måten.

Etter dette medlemmets oppfatning bør spørsmålet analyseres nærmere ut i fra følgende, hypotetiske situasjoner:

- a) Det nasjonale registeret har et rettslig monopol, og oppgjørssentralen eller den sentrale motparten er hjemmehørende i Norge.
- b) Det nasjonale registeret har et rettslig monopol, og oppgjørssentralen eller den sentrale motparten er hjemmehørende i et annet land som er part i EØS-avtalen.
- c) Det nasjonale registeret har ikke noe rettslig monopol.

I de tilfelle som er nevnt i pkt. a, bør det vanligvis ikke bli noen konflikt mellom det regelverket som følger av finalitetsdirektivet og den nasjonale, norske retten. Iht. forutsetningen i Rådsdirektivets Art. 2 litra a annet strekpunkt vil det være opp til deltakerne i et oppgjørs- og betalingssystem å velge hvilket lands rett dette systemet skal falle inn under.

I slike oppgjørssystemer vil det alltid være en part som vil være med hele tiden, nemlig den sentrale oppgjørsenheten eller den sentrale motparten. De andre deltakerne derimot, kan komme og gå, slik det forutsetningsvis fremgår av Art. 10 annet avsnitt i Rådsdirektivet. Det er derfor gode grunner til å anta at det i praksis vil være oppgjørssentralen eller den sentrale motparten som vil ha det avgjørende ordet med hensyn til hvilket lands rett systemet skal falle inn under.

For oppgjørssentraler eller sentrale motparter som er hjemmehørende i Norge, vil det være nærliggende å velge norsk rett.

I så fall synes det å følge av Art. 3 nr. 3 annet punktum og av Art. 8 at det er norsk rett som skal komme til anvendelse.

Det er vanskelig å se at det i en slik situasjon vil kunne reises protest mot at man viderefører og videreutvikler den rettsvernsregelen som man finner i nåværende vpsl. § 5-3.

I de tilfelle som er nevnt i pkt. b, blir det vanskeligere. Hvis oppgjørssentralen eller den sentrale motparten er hjemmehørende i et annet land som er part i EØS-avtalen, og dette landets nasjonale rettsregler er i samsvar med finalitetsdirektivet, vil det oppstå en klar motstrid. En godtroende erverver vil være bedre beskyttet etter nasjonal, norsk rett enn han vil være ifølge finalitetsdirektivet, mens boets beslagsrett vil være mer begrenset.

Dette medlemmet vil likevel mene at man i en slik situasjon bør videreføre - og videreutvikleregelen i nåværende vpsl. § 5-3, fremfor å følge bestemmelsene i finalitetsdirektivet.

Dette medlemmet legger for det første vekt på at det er intet i fortalen til finalitetsdirektivet som tyder på at man har ment å beskytte konkursboet. Tvert imot følger det nokså klart av pkt. (4), (13) og (16) at hensikten med

Rådsdirektivet er å beskytte godtroende erverver, og det fremfor alt er viktig å unngå at et allerede gjennomført oppgjør ikke er endelig. Dette medlemmet oppfatter videre finalitetsdirektivet dit hen at det gir de enkelte medlemslandene et visst spillerom for hvorledes de vil velge å gjennomføre en effektiv beskyttelse av godtroende erverver, såfremt de minimumskravene som direktivet inneholder, blir oppfylt.

Dette medlemmet vil videre vise til at man i det norske registeret vil finne klart flere rettighetshavere enn de som vil være «deltakere» i et oppgjørs- og betalingssystem i henhold til definisjonen i Art. 2 litra f i Rådsdirektivet. Det norske registeret bygger på et prinsipp om at det er de reelle eierforholdene til de dokumentløse formuesgodene som skal fremgå, med unntak av de tilfelle hvor det vil være anledning til såkalt «forvalterregistrering» som omtalt under Kapittel 15.

I de fleste andre land synes det å være langt mer vanlig med forvalterregistrering. Dermed blir det etter norsk rett nødvendig å låse de individuelle posisjonene på investornivå i et omfang som finalitetsdirektivet ikke synes å ta høyde for. Det kan pekes på at en direkteregistrert investor i det norske registeret ikke vil oppfylle definisjonen av å være «indirekte deltaker» i Art. 2 bokstav g i Rådsdirektivet, og dermed omfattes vedkommende heller ikke av meldeplikten i Art. 10 annet avsnitt.

Dette faktum alene tyder på at Rådsdirektiver passer dårlig på et register hvor registreringen finner sted på sluttkunde- eller investornivå. Det vil heller ikke være praktisk mulig å gi noen løpende oversikt over hvem som til enhver tid er direkteregistrerte investorer hvis man tenker seg at det skulle foreligge noen plikt til dette etter Rådsdirektivets Art. 10 annet avsnitt.

Rettsreglene om konkursboets beslagsrett vil likevel gjelde for formuesgoder som går «ut» av kontiene til de direkteregistrerte investorene. En innføring av Rådsdirektivet vil således innebære et klart tilbakeskritt, f.eks. i relasjon til foretak hjemmehørende i USA som måtte være direkteregistrert i VPS. Konkursåpning hos slike foretak vil kunne gi ubehagelige konsekvenser for handler som allerede er gjennomført hvis man skulle innføre det regelverket som følger av finalitetsdirektivet. Det samme gjelder konkursåpning hos norske foretak som måtte inneha store posisjoner, men som ikke er «deltakere».

Dette medlemmet vil også påpeke at det kan reises spørsmål om Rådsdirektivet overhodet tar høyde for den situasjonen at registeret og «navet» i oppgjørs- og betalingssystemet kan være hjemmehørende i forskjellige land, med den følge at de kan være underlagt forskjellige rettsregler.

Endelig kan anføres at finalitetsdirektivet bærer preg av å være en mellomstasjon i en utvikling som man kanskje ennå ikke har sett slutten på.

Dette medlemmet vil derfor anbefale at man - i hvert fall inntil videre - beholder og videreutvikler den nasjonale retten, selv om det skulle oppstå risiko for slik motstrid som nevnt i pkt. b. Eventuelle problemer på grunn av manglende harmonisering får man heller ta som de kommer.

Dersom man skulle velge å oppheve den nåværende eneretten, vil registrering av aksjer utstedt av norske allmennaksjeselskaper og obligasjoner utstedt av norske låntakere kunne skje i et hvilket som helst EØS-land.

Ut fra prinsippet om *lex libri sitae*, er det tvilsomt om nasjonal norsk lovgivning vil kunne komme til anvendelse på dokumentløse formuesgoder som er blitt innført i slike registre. Da vil man måtte velge mellom enten å tilpasse det nasjonale, norske regelverket fullt og helt til bestemmelsene i finalitetsdirektivet, eller å lage en lov med avvikende bestemmelser som bare ville

være deklarasjon, jf. under pkt. 13.6. Uansett vil det kunne bli vanskeligere å argumentere med nødvendigheten av å fravike finalitetsdirektivet i en slik situasjon.

Under pkt. 23.4 Utvalgets vurderinger, i fjerde siste avsnitt, skal setningen lyde:

«Ettersom registeret i enkelte tilfelle vil kunne komme til å treffe avgjørelser som nærmest vil ha karakter av å være av forvaltningsrettslig art, er det viktig at det ikke har for sterk binding til noen privat part, og trusler om sanksjoner i en situasjon hvor det reelle eierforholdet til bestemte posisjoner ikke blir tilfredsstillende opplyst, vil klart ha størst effekt dersom registeret rent fysisk befinner seg under norsk kontroll og jurisdiksjon, og ikke minst hvis det samtidig skulle finne seg under en form for statlig styring.»

Under pkt. 23.4.1 Fremgangsmåten for omdannelsen, skal dissensen lyde:

Et mindretall i utvalget, *Krokeide*, foreslår at oppgjørskdelen av nåværende VPS blir skilt ut i et eget datterselskap, organisert som et ordinært aksjeselskap, hvor den nåværende, selveiende institusjonen eier alle aksjene. Etter denne «knoppskytingen» overføres disse aksjene vederlagsfritt til den nåværende, selveiende institusjonen Oslo Børs, slik den er organisert ved den eksisterende børsloven av 17. juni 1988 nr. 57.

Ettersom både VPS og Oslo Børs er selveiende institusjoner med sterkt beslektede formål, bør en slik overføring kunne skje etter analogi av de regler som gjelder for omdanning av stiftelser, jf. stiftelsesloven av 23. mai 1980 nr. 11 § 35 annet ledd, jfr. § 36 annet ledd nr. 2 og 3. Da det er tale om selveiende institusjoner som er etablert ved hver sin særlov, må en slik omdanning formelt skje ved en ny, formell lov.

På bakgrunn av de viktige, nasjonale hensynene som er involvert, bør det ikke være noe avgjørende motargument om en slik omdanning etter omstendighetene må gjennomføres under tvang, dvs. uten hensyn til hva de impliserte institusjonene selv måtte mene om saken, i motsetning til det som gjelder etter stiftelsesloven, hvor en omdanning normalt vil være basert på en søknad fra stiftelsen selv, jf. stiftl. § 33 første ledd.

Etter at denne prosessen er gjennomført, vil oppgjørskdelen av VPS være et datterselskap av Oslo Børs, og vil fortsette å være det også etter at Oslo Børs eventuelt er blitt omdannet til et allmennaksjeselskap i samsvar med børslovutvalgets innstilling, NOU 1999:3.

Ettersom stiftelsen av datterselskapet kombinert med den etterfølgende overdragelsen av aksjene vil være en virksomhetsoverdragelse etter aml. kap. XII A, vil det være viktig at de ansattes rettigheter blir ivarettatt på korrekt måte i den forbindelse. En passende andel av driftskapitalen bør medfølge.

Under pkt. 23.4.3 Anvendelsen av salgsprovenyet, skal dissensen på slutten av dette punktet lyde:

Medlemmet *Krokeide* mener at en vesentlig del av den kapitalen som fremkommer ved den kombinerte omdannelsen av Oslo Børs og oppgjørskdelen av VPS, slik som dette medlemmet har foreslått under pkt. 23.4 og pkt. 23.4.1, bør videreføres som bundne fond i henholdsvis ASA-selskapet og datterselskapet (oppgjørskheten). Den delen av kapitalen som ikke blir videreført i slike bundne fond, bør tilfalle statskassen.

Også dette medlemmet er av den oppfatning at grl. § 105 ikke kan være til hinder for en slik løsning. Hvis man sammenholder med de regler som gjelder for stiftelser, kan det vises til at en omdanning av en stiftelse i visse tilfelle også kan gå ut på at stiftelsens midler tilfaller det offentlige, jf. Gudmund Knutsen, Stiftelsesloven, 1987 s. 116, hvor det er vist til enkelte eksempler.

Hvis Oslo Børs og oppgjørskontrollen av nåværende VPS blir omdannet til et konsern bestående av et allmennaksjeselskap og et datterselskap, vil det være fordi eierformen selveiende institusjon ikke lenger er hensiktsmessig for den type virksomhet som disse to institusjonene driver. Disse to selveiende institusjonene kan mao. ikke videreføres i sin nåværende form, og noen andre private, selveiende institusjoner eller offentlige organer i Norge som tar seg av de samme funksjonene, finnes ikke. Dermed er det ingen andre som i samme grad tar seg av de samme involverte interessene enn Staten. Ut fra slike betraktninger må det være akseptabelt, også i relasjon til grl. § 105, om den kapitalen som den kombinerte omdannelsen innbringer, skulle tilfalle statskassen.

Kapittel 28

Forslag til lov om registrering av finansielle instrumenter (verdipapirregisterloven)*Kapittel 1. Innledende bestemmelser**§ 1-1 Virkeområde*

Denne lov regulerer registrering av finansielle instrumenter i et rettighetsregister med virkninger som bestemt i denne lov.

§ 1-2 Verdipapirregisterets utfyllende regler

Et verdipapirregister skal fastsette regler for virksomheten i henhold til bestemmelsene i denne lov. Reglene skal godkjennes av Kredittilsynet.

*Kapittel 2. Rett til registrering**§ 2-1 Finansielle instrumenter som kan utstedes i verdipapirregister*

Finansielle instrumenter som nevnt i vphl. § 1-2 annet ledd kan utstedes i et verdipapirregister, med de rettsvirkninger som følger av denne lov. Departementet kan i særlige tilfeller utelukke bestemte finansielle instrumenter fra rett til registrering, og utvide registreringsadgangen til å omfatte også annet enn finansielle instrumenter.

Utstedelse etter første ledd kan ikke skje dersom det allerede er utstedt dokument som representerer det finansielle instrumentet på en måte som kan komme i strid med det som følger av denne loven. Utstedelse etter første ledd kan likevel skje dersom slikt dokument makuleres, legges i sikker forvaring eller på annen måte sikres mot å komme i omsetning. Når utstedelse i verdipapirregister er skjedd, har ikke lenger dokument som nevnt i første punktum rettsvirkninger som kan komme i strid med denne loven. Departementet kan gi nærmere regler om innkalling av dokumenter ved overgang til utstedelse i et verdipapirregister.

Utstedelse etter første ledd kan ikke skje dersom det finansielle instrumentet allerede er utstedt i annet norsk verdipapirregister, eller i utenlandsk register med rettsvirkninger som kan komme i strid med det som følger av denne loven. Registrering i strid med bestemmelsen i første punktum er uten rettsvirkninger etter denne lov, jf. likevel § 11-1.

§ 2-2 Beslutning om utstedelse i verdipapirregister

Dersom ikke annet er bestemt i eller i medhold av lov, beslutter utstederen av norske verdipapirer og verdipapirfondsandeler om disse skal utstedes i et verdipapirregister.

Et verdipapirregister kan ikke nekte å ta opp et finansielt instrument til registrering, med mindre registerets virksomhetsområde ifølge vedtektene er begrenset eller registeret for øvrig har saklig grunn for nektelse.

§ 2-3 Konvertering av finansielle instrumenter

Verdipapirregisteret fastsetter regler om framgangsmåten ved utstedelsen av et finansielt instrument og om framgangsmåten der et finansielt instrument ikke lenger skal være registrert i verdipapirregisteret. Disse reglene skal sikre at eventuelle rettighetshavere ikke taper sine rettigheter.

Kapittel 3. Konsesjon

§ 3-1 Vilkår for å drive virksomhet som verdipapirregister

Virksomhet som består i registrering av finansielle instrumenter med de virkninger som bestemt i denne lov kan bare drives av foretak med tillatelse fra departementet.

Verdipapirregister skal være organisert som allmennaksjeselskap, og oppfylle de krav som følger av [\(Link til\)](#) kapittel 4, 5 og 6.

Styremedlemmer, daglig leder og andre som faktisk deltar i ledelsen av verdipapirregisteret skal ha relevante kvalifikasjoner og yrkeserfaring, ha ført en hederlig vandel og for øvrig ikke ha gjort seg skyldig i straffbare forhold eller annen utilbørlig adferd som gir grunn til å anta at stillingen eller vervet ikke vil kunne ivaretas på forsvarlig måte.

Verdipapirregister skal til enhver tid ha en ansvarlig kapital som er forsvarlig ut fra omfanget og risikoen ved selskapets virksomhet.

§ 3-2 Søknad om tillatelse

Søknad om tillatelse skal inneholde de opplysninger som anses av betydning for behandling av søknaden og som viser at de lovbestemte krav er oppfylt. Konsesjonsmyndigheten kan be om ytterligere opplysninger.

Vedtak om tillatelse skal meddeles søker snarest mulig og senest seks måneder etter at søknaden ble mottatt. Dersom søknaden ikke inneholder de opplysninger som er nødvendige for å avgjøre om tillatelse skal gis, regnes fristen fra det tidspunkt slike opplysninger ble mottatt.

§ 3-3 Endring og tilbakekall av konsesjon

Departementet kan helt eller delvis endre, herunder sette nye vilkår, eller tilbakekalle tillatelse til å drive verdipapirregister dersom:

1. verdipapirregisteret ikke gjør bruk av tillatelsen innen tolv måneder, gir uttrykkelig avkall på tillatelsen eller har opphørt å drive registeret i mer enn seks måneder,
2. verdipapirregisteret har fått tillatelsen ved hjelp av uriktige opplysninger eller andre uregelmessigheter,
3. verdipapirregisteret ikke lenger oppfyller de vilkår som kreves for tillatelsen,
4. verdipapirregisteret, styremedlem, daglig leder eller annen person som deltar i ledelsen av virksomheten eller deler av denne eller i andre foretaksorganer foretar alvorlige eller systematiske overtredelser av bestemmelser gitt i eller i medhold av lov,
5. mislige forhold hos verdipapirregisteret gir grunn til å frykte at en fortsettelse av virksomheten kan skade allmenne interesser, eller
6. verdipapirregisteret ikke etterkommer pålegg gitt av Kredittilsynet.

Departementet skal påse at tilbakekall av tillatelse offentliggjøres i Norsk Lysingsblad og minst to riksdekkende aviser.

§ 3-4 Melding om sammenslåing, deling mv.

Vedtak som nevnt i § 4-5 skal meddeles departementet før vedtaket gjennomføres. Departementet kan innen tre måneder fra den dag melding er mottatt nekte sammenslåing, deling eller avhendelse, samt sette vilkår for gjennomføring av transaksjonen eller endre den konsesjon som foreligger.

§ 3-5 Virksomhet i utlandet

Verdipapirregister som skal utøve virksomhet i utlandet ved etablering av daterselskap eller filial, skal melde fra til Kredittilsynet.

Kapittel 4. Selskapsrettslige bestemmelser

§ 4-1 Styre og ledelse

Verdipapirregister skal ha et styre med minst fem medlemmer. Daglig leder kan ikke være medlem av styret.

§ 4-2 Endringer i ledelsen

Verdipapirregisteret skal gi Kredittilsynet melding ved endring av styrets sammensetning, skifte av daglig leder eller andre personer som faktisk deltar i ledelsen av virksomheten.

Meldingen skal gis på forhånd, og inneholde nødvendige opplysninger om kvalifikasjoner, yrkeserfaring,andel, samt verv eller stilling i annen virksomhet.

Kredittilsynet kan gi pålegg om at endringen ikke skal iverksettes dersom endringen kan antas å medføre at kravene i § 3-1 tredje ledd ikke oppfylles.

§ 4-3 Vedtekter

Verdipapirregisterets vedtekter skal godkjennes av departementet som kan gi nærmere regler om innhold og godkjenning. Endringer i vedtektene skal godkjennes av departementet med mindre annet er fastsatt i forskrift.

§ 4-4 Internkontroll

Styret skal fastsette retningslinjer for internkontroll og forvisse seg om at internkontrollen etableres, gjennomføres og dokumenteres på en forsvarlig måte i samsvar med styrets retningslinjer og pålegg. Kredittilsynet kan gi nærmere bestemmelser om internkontroll.

Daglig leder skal sørge for at internkontroll etableres og gjennomføres i henhold til lov og forskrifter, samt styrets vedtatte retningslinjer og pålegg.

§ 4-5 Vedtak om sammenslåing, deling mv

Vedtak om sammenslåing og deling av selskapet skal treffes av generalforsamlingen med flertall som for vedtektsendring. Tilsvarende gjelder ved avhendelse av en vesentlig del av foretakets konsesjonspliktige virksomhet.

Departementet avgjør i tvilstilfelle om en avhendelse omfatter en vesentlig del av den konsesjonspliktige virksomhet.

Kapittel 5. Virksomhetsregler

§ 5-1 Virksomhetsbegrensning

Verdipapirregister kan ikke drive annen virksomhet enn det som har naturlig sammenheng med verdipapirregistreringsvirksomheten. Departementet kan gi nærmere regler om hvilken virksomhet selskap med tillatelse etter § 3-1 kan drive.

Bestemmelsen i første ledd er ikke til hinder for at foretaket inngår i konsernforhold som nevnt i § 6-2.

Kredittilsynet kan pålegge foretaket å drive tilknyttet virksomhet i eget foretak.

Kapittel 6. Eierbegrensningsregler mv.

§ 6-1 Hovedregel

Ingen kan eie aksjer som representerer mer enn 20 prosent av aksjekapitalen eller stemmene i et verdipapirregister. Likestilt med aksjeeier regnes erverv av rett til å bli eier av aksjer når dette må ansees som reelt erverv av aksjene.

Departementet kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra første ledd, og kan sette vilkår for slikt vedtak.

§ 6-2 Konsernforhold

Begrensningene i § 6-1 er ikke til hinder for at selskapet eies 100 prosent av et foretak som ikke driver annen virksomhet enn å forvalte sine eierinteresser i datterselskaper, og datterselskapene ikke driver annen virksomhet enn verdipapirregistreringsvirksomhet, børsvirksomhet, virksomhet som autorisert markeds plass, oppgjørsvirksomhet etter lov 19. juni 1997 nr. 79 ([Link til](#)) kapittel 6 eller virksomhet som har naturlig sammenheng med dette. § 6-1 gjelder tilsvarende for slikt morselskap.

§ 6-3 Konsolidering

Like med aksjeeierens egne aksjer regnes i forhold til reglene i § 6-1 til § 6-3 de aksjer som eies eller overtas av

1. aksjeeierens ektefelle, mindreårige barn eller personer som aksjeeieren har felles husholdning med,
2. selskap hvor aksjeeieren har slik innflytelse som nevnt i aksjeloven og allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd,
3. selskap innen samme konsern som aksjeeieren, og
4. noen som det må antas aksjeeieren har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som aksjonær.

Kapittel 7. Registrering av rettigheter til finansielle instrumenter

§ 7-1 Registreringsberettigede

Berettiget til å anmelde registrering på en konto er den som ifølge registeret fremstår som berettiget, eller som godtgjør at retten er gått over til ham ved rettighetshaverens død.

Berettiget til å anmelde slettelse av panterett eller annen heftelse er den berettigede etter heftelsen. Slik slettelse kan også skje dersom det legges frem bevis for at rettigheten er falt bort.

Utstederen av et finansielt instrument er berettiget til å anmelde slettelse av finansielt instrument fra konti i registeret, dersom det legges frem bevis for at det finansielle instrumentet er opphørt å eksistere på grunn av innfrielse eller annet forhold.

Berettiget til å anmelde registrering er videre enhver som etter annen lovgivning har rett eller myndighet til å stifte eller overføre rettigheter i eller til finansielle instrumenter uten samtykke av den som er nevnt i første ledd

§ 7-2 Enkeltkonti og samlekonti (forvalterkonti)

Med mindre annet er bestemt i eller i medhold av lov, kan finansielle instrumenter registreres på enkeltkonti tilhørende de enkelte investorer, eller på samlekonti for to eller flere investorer. Investor kan etter eget valg ha sin beholdning av finansielle instrumenter på en eller flere enkeltkonti og/eller samlekonti. Registeret plikter å opprette investor- eller samlekonti til registrering av finansielle instrumenter som er utstedt i registeret.

Verdipapirregisteret kan i sine regler bestemme at visse typer finansielle instrumenter bare skal kunne registreres på enkeltkonti, og at det må opprettes egne konti for bestemte formål.

§ 7-3 Samlekonti

Det skal fremgå av registeret at en konto er en samlekonto, og hvem som forvalter kontoen. Forvalteren må være godkjent av Kredittilsynet. Departementet kan gi nærmere regler om godkjennelse og tilbakekall av godkjennelse av forvalter.

Forvalteren har fullmakt til å råde over beholdninger på kontoen med bindende virkning for investor, og for øvrig med slike rettsvirkninger som er bestemt i [\(Link til \)](#) kapittel 9.

I forhold til reglene i §§ 8-1 og 10-2 regnes forvalteren som innehaver av finansielle instrumenter på samlekonto. For øvrig tilhører finansielle instrumenter på samlekonto de enkelte investorer. Finansielle instrumenter som tilhører forvalteren, kan ikke være registrert på samlekonto som forvaltes av vedkommende.

Forvalter plikter å gi opplysninger om de reelle eierne i samme omfang som verdipapirregisteret plikter å gi opplysninger etter § 10-2. Kredittilsynet kan gi nærmere bestemmelser om utlevering av opplysningene.

Dersom et norsk verdipapirregister er forvalter av en samlekonto i et annet norsk verdipapirregister, gjelder reglene i [\(Link til \)](#) kapittel 9 ved overføringer mellom forskjellige beholdninger på samlekontoen. Departementet kan gi nærmere bestemmelser. For øvrig har overføringer av finansielle instrumenter mellom forskjellige beholdninger på samme samlekonto ikke rettsvirkninger etter [\(Link til \)](#) kapittel 9.

§ 7-4 Sanksjoner

Dersom noen forvalter en samlekonto uten godkjenning etter § 7-3 første ledd eller godkjenningen trekkes tilbake, kan Kredittilsynet kreve kontoen sperret. Ved sperring mister forvalteren retten til å disponere over de finansielle instrumentene som er registrert på kontoen, herunder til å motta utbetalinger knyttet til de finansielle instrumentene med frigjørende virkning for betaleren. Sperringen er ikke til hinder for gjennomføringen av transaksjoner som er godkjent av Kredittilsynet.

Bestemmelsen i første ledd gjelder tilsvarende dersom en forvalter ikke oppfyller sin plikt til å gi opplysninger etter § 7-3 fjerde ledd.

§ 7-5 Organisering av registreringsvirksomheten

Verdipapirregisteret fastsetter regler om organiseringen av registreringsvirksomheten, herunder bruk av eksterne registerførere, adgang til å foreta registreringer direkte i registeret, krav til dokumentasjon av identitet, fullmaktsforhold mv.

§ 7-6 Tvist om registrering. Omgjøring av registrering

Dersom det er tvist om vilkårene for registrering er til stede, kan verdipapirregisteret beslutte å utsette registreringen til tvisten er løst. Registeret kan sperre de berørte konti. Opplysning om tvisten og om at kontoen er sperret, skal fremgå av informasjon som nevnt i § 8-1.

Registeret kan sette som vilkår for ta et krav om at en registrering skal eller ikke skal gjennomføres til følge, at vedkommende stiller sikkerhet for sitt eventuelle ansvar overfor den annen part. Registeret fastsetter i så fall sikkerhetens form og omfang.

Registeret skal rette feil i en registrering dersom det finner at registreringen er uriktig.

§ 7-7 Sletting av opplysninger fra rettighetsregisteret

Verdipapirregisteret kan slette opplysninger fra rettighetsregisteret dersom de åpenbart er uten betydning.

Opplysninger slettet fra rettighetsregisteret skal oppbevares i minst ti år.

§ 7-8 Endringsmeldinger

Verdipapirregisteret skal med mindre annet er avtalt, sende melding til kontohavere og andre registrerte rettighetshavere ved enhver endring i registeret som kan ha betydning for deres rettigheter. Også andre som har anmeldt en registrering skal ha melding om at registreringen er foretatt eller at den er slettet.

Verdipapirregisteret fastsetter nærmere regler om endringsmeldinger.

§ 7-9 Beholdningsoversikt

Verdipapirregisteret skal én gang i året sende kontohavere og andre registrerte rettighetshavere en oversikt over deres beholdning av eller rettigheter i registrerte finansielle instrumenter. Det skal av oversikten framgå også andre opplysninger som kan ha betydning for deres rettigheter.

Verdipapirregisteret fastsetter nærmere regler om beholdningsoversikter.

Kapittel 8. Opplysninger som skal fremgå av registeret

§ 8-1 Opplysninger som skal fremgå av registeret

Registeret skal inneholde følgende opplysninger:

1. Opplysninger om mengde og innhold av hvert enkelt ISIN som er utstedt i registeret, jf. § 8-2.
2. Opplysninger om innehavere og hver enkelt innehavers beholdning av hvert enkelt ISIN.
3. Opplysninger om hvilke ISIN og beholdning av hvert enkelt ISIN som er registrert på den enkelte innehaver.
4. Opplysninger om hvilke ISIN og beholdning av hvert enkelt ISIN som er registrert på den enkelte konto.
5. Opplysninger om panterettigheter og andre heftelser eller båndleggelser, herunder konkurs, som er registrert på den enkelte konto.
6. Opplysning om registrerte fullmakter og andre rettsgrunnlag for disponering over finansielle instrumenter, herunder fullmakt til utlån av finansielle instrumenter.
7. Hvorvidt en konto er en samlekonto og hvem som i så fall forvalter kontoen.
8. Annen informasjon som registeret er pålagt å registrere i eller i medhold av lov.

Med ISIN menes identifikasjonsnummer for finansielle instrumenter.

Reglene ovenfor i denne paragraf og i § 8-2 gjelder tilsvarende for formuesgoder som identifiseres på annen måte enn ved ISIN.

Departementet kan gi nærmere regler om at også andre opplysninger skal fremgå av registeret.

§ 8-2 Opplysninger om hvert enkelt ISIN

Verdipapirregisteret kan i sine regler fastsette hvilke opplysninger som skal være registrert om de enkelte typer finansielle instrumenter (jf. § 8-1 nr 1), og om hvem som kan anmelde nye eller endrede opplysninger om hvert enkelt ISIN til registeret.

Kapittel 9. Prioritet til registrering. Rettsvirkninger av registrering

§ 9-1 Prioritet mellom overføringer

Verdipapirregisteret fastsetter regler om prioritering mellom flere overføringer som skal gjennomføres samme dag.

§ 9-2 Panterettigheter og andre begrensede rettigheter

Panterettigheter og andre begrensede rettigheter får prioritet etter tidspunkt for anmeldelse til verdipapirregisteret. Rettigheter som nevnt i første punktum får i alle tilfelle prioritet foran overføringer som ikke har fått rettsvern etter § 9-4 når rettigheten anmeldes til registeret.

Begrensede rettigheter som ikke har beste prioritet pga. andre begrensede rettigheter, registreres med anmerkning om prioriteten. Ved konflikt

mellom begrenset rettighet og overføring registreres bare rettigheten med best prioritet.

§ 9-3 Individuelt bestemte finansielle instrumenter

Rettserverv som gjelder individuelt bestemte finansielle instrumenter går uten hensyn til §§ 9-1 og 9-2 foran senere rettserverv, dersom sistnevnte rettserverv bygger på avtale, og erververen var eller burde ha vært kjent med det tidligere rettserverv før han fikk rettsvern etter § 9-4.

Verdipapirregisteret kan uten hinder av regelen i første ledd gjennomføre registrering i henhold til reglene i §§ 9-1 og 9-2. Dette gjelder ikke dersom det før registrering er gjennomført er utvilsomt at en senere anmeldelse går foran en tidligere anmeldelse etter første ledd.

§ 9-4 Rettsvern mot avhenders kreditorer

Avtalebaserte rettighetsserverv har rettsvern mot avhenderens kreditorer, herunder hans insolvensbehandlingsbo, etter følgende regler:

Overføringer har rettsvern dersom overføringsprosessen har nådd et stadium som bestemmes i nærmere regler gitt av verdipapirregisteret, før kreditorbeslaget eller åpningen av insolvensbehandlingen ble anmeldt til registeret.

Panterett og andre begrensede rettigheter har rettsvern dersom vedkommende rettighet er anmeldt til registeret før kreditorbeslaget eller åpningen av insolvensbehandlingen ble anmeldt til registeret.

For rettsvernsprioritet mellom flere kreditorbeslag gjelder § 9-2.

§ 9-5 Når anmeldelse anses skjedd

Verdipapirregisteret gir nærmere regler om når anmeldelse av rettighet mv. skal anses skjedd i forhold til reglene i §§ 9-1 til 9-4.

En anmeldelse til registrering som pga. manglende opplysninger eller av andre grunner ikke gir tilstrekkelig grunnlag for registrering, skal avvises. Kan mangelen avhjelpes, skal verdipapirregisteret sette en frist for dette. Avhjelpes mangelen innen fristen, regnes prioritet og rettsvern etter den opprinnelige anmeldelsen.

§ 9-6 Mangler ved avhenderens rett

Når en avtalebasert rettighet har fått rettsvern etter § 9-4, kan det ikke gjøres gjeldende mot erververen at avhenderens rett ikke var i samsvar med registerets innhold. Dette gjelder ikke dersom erververen var eller burde ha vært kjent med avhenderens manglende rett da han fikk rettsvern.

§ 9-7 Utstederens innsigelser

Når en avtalebasert rettighet har fått rettsvern etter § 9-4, kan ikke utstederen av annet finansielt instrument enn egenkapitalinstrument gjøre gjeldende mot erververen innsigelser som nevnt i gjeldsbrevlovens § 15. Innsigelsen kan likevel gjøres gjeldende dersom erververen var eller burde ha vært kjent med utstederens innsigelse da han fikk rettsvern. Gjeldsbrevlovens § 18 gjelder tilsvarende.

Ustederen kan i alle tilfelle gjøre gjeldende innsigelser som nevnt i gjeldsbrevlovens §§ 16 og 17.

§ 9-8 Frigjørende betaling mv.

Utbetaling fra utsteder til investor, panthaver mv. på forfallsdag i henhold til registerets innhold denne dag er frigjørende for utsteder, selv om mottakeren ikke hadde rett til å ta imot betaling. Dette gjelder ikke dersom utstederen var eller burde ha vært kjent med betalingsmottakerens manglende rett da utbetalingen fant sted.

Kapittel 10. Innsyn og taushetsplikt

§ 10-1 Taushetsplikt

Tillitsvalgte, ansatte og revisor i et verdipapirregister plikter å hindre at noen får adgang eller kjennskap til det som de i sitt arbeid får vite om noens forretningsmessige eller personlige forhold hvis ikke annet følger av denne eller annen lov. Det samme gjelder andre som utfører arbeid eller oppdrag på vegne av et verdipapirregister.

Taushetsplikten gjelder også etter at vedkommende har avsluttet tjenesten, oppdraget eller vervet.

§ 10-2 Innsynsrett

Uten hinder av taushetsplikten etter § 10-1 gjelder følgende om rett til å få opplysninger fra et verdipapirregister:

Kontohaver har rett til å få alle opplysninger registrert på kontoen.

Panthaver eller rettighetshaver til en annen begrenset rettighet registrert på en konto har rett til å få alle opplysninger registrert på kontoen som kan ha betydning for rettigheten.

Skifteretten, namsmyndighetene og vergemålsretten har rett til å få opplyst hvilke registrerte finansielle instrumenter som tilhører en saksøkt eller umyndiggjort, og om det er øvrige heftelser i disse. Skifteretten, bostyrer og leder av gjeldsnemnd oppnevnt av skifteretten har rett til å få alle opplysninger registrert om en konkursskyldner eller en skyldner som er under gjeldsforhandling eller en avdød ved skifte av insolvent dødsbo, herunder alle opplysninger om finansielle instrumenter foretaket har utstedt. Tilsvarende gjelder for leder av administrasjonsstyret for finansinstitusjon oppnevnt av Finansdepartementet eller Kredittilsynet.

Utstedere av obligasjoner har rett til å få opplyst hvem som eier obligasjoner vedkommende har utstedt, og hvilket antall hver enkelt eier.

Enhver har rett til å få opplysninger som er registrert om et finansielt instrument, med mindre annet følger av lov, forskrift eller verdipapirregisterets regler.

Dersom noen med hjemmel i lov har krav på opplysninger til bruk i vedkommendes arbeid og opplysningene finnes i et verdipapirregister, har vedkommende rett til å få disse opplysningene fra verdipapirregisteret.

§ 10-3 Vederlag

Verdipapirregisteret kan kreve vederlag for utlevering av opplysninger til kontohavere, rettighetshavere og andre, herunder ved utlevering av endrings-

meldinger og beholdningsoversikter. Dette gjelder likevel ikke for opplysninger offentlige myndigheter har krav på i medhold av lov eller forskrift.

Kapittel 11. Erstatningsansvar, sikkerhetsstillelse, klage

§ 11-1 Registerets erstatningsansvar

Verdipapirregisteret er erstatningsansvarlig for økonomisk tap som noen påføres som følge av feil i registeret eller i informasjon som nevnt i § 8-1. Som «feil i registeret» regnes i denne sammenheng bl.a. at utstedelse av finansielle instrumenter er skjedd i strid med regler gitt i eller i medhold av § 2-1, at registerets innhold ikke stemmer med det som er anmeldt i medhold av § 7-1, eller at registrering er foretatt i strid med prioritetsreglene i §§ 9-1 til 9-4.

Verdipapirregisteret er erstatningsansvarlig for økonomisk tap som noen påføres som følge av driftsavbrudd og andre forstyrrelser i registerets virksomhet, med mindre registeret godtgjør at avbruddet mv. skyldes forhold utenfor registerets kontroll og at registeret har tatt de forholdsregler en med rimelighet kan forvente for å overvinne eller unngå følgende av avbuddet mv.

For erstatningsansvar etter første og annet ledd er ansvaret begrenset til kr. 500 mill. for samme feil.

For økonomisk tap som noen påføres av andre grunner enn nevnt i første og annet ledd, herunder som følge av at registerets innhold ikke stemmer med de reelle rettsforhold, er verdipapirregisteret erstatningsansvarlig dersom tapet skyldes feil eller forsømmelse hos noen som registeret svarer for.

§ 11-2 Direkte /indirekte tap

Erstatningsansvar etter § 11-1 første og annet ledd og som følge av uaktsomhet etter fjerde ledd, omfatter kun direkte tap.

For indirekte tap er verdipapirregisteret kun ansvarlig dersom tapet er voldt ved grov uaktsomhet eller forsett hos noen registeret svarer for.

§ 11-3 Sikkerhetsstillelse

Verdipapirregisterets erstatningsansvar etter § 11-1 skal til enhver tid være dekket av tilfredsstillende forsikring eller annen garantistillelse til fordel for tredjemann som er godkjent av Kredittilsynet.

§ 11-4 Skadelidtes medvirkning

Har skadelidte selv forsettlig eller uaktsomt forårsaket eller medvirket til skaden, kan erstatningen nedsettes eller bortfalle.

§ 11-5 Behandling av erstatningskrav

Krav om erstatning skal behandles etter reglene i § 11-6. Erstatningskrav skal fremsettes overfor verdipapirregisteret. Registeret kan velge å dekke kravet i sin helhet eller tilby en erstatning. Dersom skadelidte ikke godtar denne, skal saken bringes inn for klagenemnden.

§ 11-6 Klage

Klage over avgjørelser truffet av et verdipapirregister eller en representant for registeret kan bringes inn for verdipapirregisterets klagenemnd. Klagen skal

fremsettes overfor verdipapirregisteret. Verdipapirregisteret kan selv ta klagen til følge eller fremsette forslag til løsning overfor klageren.

Regler om klagenemndens oppnevning og sammensetning skal fastsettes av verdipapirregisteret.

Klagenemnden skal avvise klagen dersom saken klagen gjelder er brakt inn for domstolene.

Klage kan fremsettes av enhver med rettslig klageinteresse. Klagenemnden kan beslutte at en klage ikke skal tas under behandling, dersom den finner at det spørsmål klagen reiser bør fremmes til avgjørelse for domstolene.

Klage må fremsettes innen tre uker fra den dag klageren har eller burde ha fått kjennskap til avgjørelsen.

Klagenemnden kan etter begjæring fra klageren beslutte at klagen skal registreres på samme måte som en begrenset rettighet.

Dersom noen har opptrådt som motpart eller kan betraktes som motpart i klagesaken, skal vedkommende så vidt mulig gis anledning til innen rimelig tid å uttale seg før klagenemnden treffer avgjørelse i klagesaken.

Melding om at en avgjørelse er påklaget skal sendes til alle med registrerte rettigheter i de finansielle instrumentene klagen gjelder dersom klagen kan ha betydning for vedkommendes rettigheter. Tilsvarende melding skal sendes registrerte rettighetshavere og de som har opptrådt som part i klagesaken når denne er avgjort.

Bringes klagenemndens avgjørelse inn for domstolen skal megling i forliksrådet ikke finne sted.

Kapittel 12. Tilsyn og straff

§ 12-1 Tilsyn

Selskap som driver verdipapirregister er underlagt tilsyn av Kredittilsynet etter lov 7. desember 1956 nr. 1 om tilsynet for kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper og verdipapirhandel mv.

§ 12-2 Straff

Tillitsvalgte, ansatte og revisor i selskap som driver verdipapirregister og som forsettlig eller uaktsomt overtrer bestemmelsene i denne lov eller forskrifter gitt med hjemmel i loven, eller som medvirker til slik overtredelse, straffes med bøter og under særlig skjerpende omstendigheter med fengsel inntil tre måneder, hvis handlingen ikke går under noen strengere straffebestemmelse.

Kapittel 13. Avvikling mv.

§ 13-1 Avvikling

Vedtak om å avvikle virksomheten i eller oppløse et verdipapirregister treffes av generalforsamlingen med flertall som for vedtektsendring, med mindre annet følger av lov. Vedtaket skal godkjennes av departementet, som kan sette vilkår for godkjenningen.

Vedtak om oppløsning eller avvikling av et verdipapirregister skal offentliggjøres i Norsk Lysingsblad og minst to riksdekkende aviser.

§ 13-2 Meldeplikt

Styret og daglig leder i et verdipapirregister har hver for seg plikt til å melde fra til Kredittilsynet hvis det er grunn til å frykte at:

1. det vil kunne oppstå svikt i verdipapirregisterets evne til å oppfylle sine forpliktelser etterhvert som de forfaller,
2. det er inntrådt forhold som kan medføre alvorlig tillitssvikt eller tap som vesentlig vil svekke eller true soliditeten,
3. verdipapirregisteret ikke vil være i stand til å utføre konsesjonspliktige registreringsfunksjoner.

Hvis verdipapirregisterets revisor blir kjent med forhold nevnt i første ledd, skal denne gi slik melding til Kredittilsynet som nevnt i første ledd, med mindre vedkommende har fått bekreftelse fra Kredittilsynet på at slik melding allerede er gitt.

Meldingen skal inneholde opplysninger om institusjonens likviditets- og kapitalsituasjon, og gjøre rede for grunnen til vanskelighetene.

§ 13-3 Videreføring av verdipapirregisterets virksomhet

Styret, avviklingsstyret eller bostyret skal ved avvikling søke å finne ordninger som gjør at verdipapirregisterets virksomhet kan drives videre med tilstrekkelig økonomisk grunnlag, eller søke å få verdipapirregisteret sluttet sammen med, eller virksomheten overdratt til, annet foretak.

Kapittel 14. Ikrafttredelses- og Overgangsregler

§ 14-1 Ikrafttredelse

Denne lov trer i kraft fra den tid departementet bestemmer. På samme tid oppheves lov 14. juni 1985 nr. 62 om Verdipapirsentral. Verdipapirsentralen må innen ett år fra lovens ikrafttredelse søke om tillatelse etter denne lovs [\(Link til \)](#) kapittel 3.

Departementet kan gi nærmere overgangsregler.

§ 14-2 Omdannelse av Verdipapirsentralen

Verdipapirsentralen skal innen xx omdannes til allmennaksjeselskap, jf. lov 13. juni 1997 nr. 45.

Omdannelse skal skje ved at Verdipapirsentralens eiendeler og forpliktelser overføres til et nystiftet allmennaksjeselskap. Kreditorer etter de overførte forpliktelser kan ikke kreve utløsning på grunn av omdannelsen eller motsette seg omdannelsen.

Aksjene i det nystiftede selskapet skal selges etter reglene om offentlig tilbud i verdipapirhandelloven [\(Link til \)](#) kapittel 5. I forbindelse med omdannelsen skal den formue som oppstår ved salg av aksjene forvaltes etter reglene i § 14-3, og Verdipapirsentralen skal avvikles.

Verdipapirsentralen skal utarbeide en plan for omdannelsen som skal godkjennes av departementet. Departementet kan gi nærmere regler om omdannelsen.

§ 14-3 Forvaltning av salgsprovenyet ved omdannelsen

Formuen som oppstår som følge av omdannelsen av Verdipapirsentralen skal

...

Kapittel 15. Endringer i andre lover

§ 15-1 Endringer i andre lover

I lov av 17. februar 1939 nr. 1 om gjeldsbrev gjøres følgende endringer:

§ 11 annet ledd nr. 1 oppheves.

I lov av 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper gjøres følgende endringer:
§ 4-4 endres

I lov av 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper gjøres følgende endringer:
§ 4-10 endres

I lov av 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel gjøres følgende endringer:

I § 6-1 siste ledd skal lyde:

Dette er ikke til hinder for at selskapet eies 100 prosent av et foretak som ikke driver annen virksomhet enn å forvalte sine eierinteresser i sine datterselskaper, og datterselskapene ikke driver annen virksomhet enn oppgjørsvirksomhet, verdipapirregistreringsvirksomhet, børsvirksomhet eller virksomhet som autorisert markedsplass eller virksomhet som har naturlig sammenheng med dette. Første punktum gjelder tilsvarende for slikt morselskap.

II § 6-3 annet ledd nytt annet punktum skal lyde:

Dette er ikke til hinder for at oppgjørssentral inngår i konsernforhold som nevnt i § 6-1 siste ledd.

I lov av 7. desember 1956 nr. 1 om tilsynet for kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper og verdipapirhandel m.v. (Kredittilsynet) gjøres følgende endringer:

§ 1 nr. 10 skal lyde:

Verdipapirregistre

Vedlegg 1**Lov om Verdipapirsentral****Kapittel 1. Lovens område***§ 1-1. Verdipapirsentralens enerett og virksomhetsområde*

Verdipapirsentralen er et rettighetsregister og har enerett til å foreta registreringer av verdipapirer med de virkninger som er omtalt i denne lov og i tilhørende lovgivning. Den kan ikke drive annen virksomhet enn det som er knyttet til eneretten.

Kongen avgjør i tvilstilfeller hva slags virksomhet som er knyttet til Verdipapirsentralens enerett, og kan fastsette nærmere regler for hva slags virksomhet Verdipapirsentralen kan drive.

§ 1-2. Fondsaktiver som skal registreres

I Verdipapirsentralen skal følgende fondsaktiver registreres:

- a) aksjer og tegningsretter i norske allmennaksjeselskaper,
- b) norske ihendehaverobligasjoner uansett løpetid, dog ikke spareobligasjoner utstedt av staten og premieobligasjoner.

Kongen kan bestemme at norske ihendehaverobligasjoner etter første ledd b) med 12 måneder eller kortere løpetid unntas fra registreringsplikten. Kongen kan også unnta andre typer ihendehaverobligasjoner fra registreringsplikten. Kongen kan bestemme at andre finansielle instrumenter enn de som er nevnt i første ledd skal registreres i Verdipapirsentralen.

§ 1-3. Fondsaktiver som kan registreres.

I Verdipapirsentralen kan registreres aksjer i norske aksjeselskaper, norske ihendehaverobligasjoner som ikke omfattes av registreringsplikten i § 1-2, og andeler i norske verdipapirfond.

Kongen kan ved forskrift bestemme at også andre finansielle instrumenter enn de som er nevnt i første ledd kan registreres i Verdipapirsentralen.

Kapittel 2. Verdipapirsentralens organisasjon og finansiering*§ 2-1. Organisasjonsform*

Verdipapirsentralen er en selveiende institusjon organisert etter reglene i denne lov. Lov 10. februar 1967 om behandlingsmåten i forvaltningssaker og lov 19. juni 1970 nr. 69 om offentlighet i forvaltningen gjelder ikke for Verdipapirsentralens virksomhet.

§ 2-2. Finansiering og gebyrer

Verdipapirsentralen dekker sine utgifter gjennom gebyrer på de tjenester som ytes.

Dersom Verdipapirsentralen ikke selv kan dekke en kreditor, kan Verdipapirsentralen kreve at forpliktelsen dekkes av kontoførerne. Kontoførernes ansvar er prinsipalt proratarisk, subsidiært solidarisk, i forhold til en fordelingsnøkkel som, sammen med nærmere regler, fastsettes i vedtektene.

Dersom særlige grunner taler for det, kan Kongen gi nærmere regler om gebyrer som har sammenheng med bruken av Verdipapirsentralens tjenester.

§ 2-3. Vedtekter

Verdipapirsentralens vedtekter fastsettes av representantskapet.

Ved endring av vedtektene må to tredeler av de avgitte stemmer være for endringen. Forslag til endring skal være sendt representantskapets medlemmer senest fire uker før det representantskapsmøte hvor endringen skal behandles.

Verdipapirsentralens vedtekter og senere endringer i vedtektene skal godkjennes av Kongen.

§ 2-4. Representantskapets oppnevning og sammensetning

Kongen oppnevner et representantskap med fra 22 til 26 medlemmer med personlige varamedlemmer.

Ved behandling av administrative saker suppleres representantskapet med to medlemmer valgt av og blant Verdipapirsentralens ansatte. Valgordningen for de ansattes representanter fastlegges etter avtale mellom Verdipapirsentralens ledelse og de ansatte. I mangel av avtale, fastsettes valgordningen av representantskapet.

Medlemmene med personlige varamedlemmer oppnevnes for en periode av fire år. Ingen kan gjenoppnevnes etter samlet å ha fungert i 12 år som representantskapsmedlem.

Representantskapet velger selv leder og nestleder blant sine medlemmer.

Kongen kan gi nærmere retningslinjer om representantskapets oppnevning og sammensetning. Kongen fastsetter representantskapsmedlemmenes godtgjørelse.

§ 2-5. Representantskapets oppgaver

Representantskapet er Verdipapirsentralens øverste organ.

Representantskapet skal

- a) velge Verdipapirsentralens styre, fastsette medlemmenes godtgjørelse, og behandle styrets årsberetning,
- b) behandle og fastsette planer og retningslinjer for sentralens drift,
- c) godkjenne sentralens budsjett, herunder fastsette gebyrer, og fastsette dens resultatregnskap og balanse,
- d) oppnevne kontrollkomité, fastsette komitémedlemmenes godtgjørelse og behandle kontrollkomiteens årlige rapport,
- e) velge Verdipapirsentralens revisor og fastsette instruks og godtgjørelse for revisor,
- f) avgjøre hva som er administrative saker etter §§ 2-4 og 2-7,
- g) behandle de saker som styret eller kontrollkomiteen legger frem for det,
- h) foreslå for Kongen representantskapsmedlemmenes godtgjørelse, og
- i) behandle øvrige saker som etter denne lov eller vedtektene hører under representantskapet.

Representantskapet skal behandle andre saker, når minst en tredel av representantskapets medlemmer krever det.

§ 2-6. Representantskapets møter

Årsberetning, regnskap og valg skal behandles i representantskapet senest seks måneder etter regnskapsårets avslutning.

Representantskapet trer ellers sammen når representantskapets leder, styret, kontrollkomiteen eller minst en tredel av representantskapsmedlemmene finner det nødvendig. Representantskapets leder innkaller til møte med minst fire ukers varsel. Dersom særlige grunner gjør det nødvendig kan representantskapet innkalles på kortere varsel.

Representantskapets beslutninger treffes med alminnelig flertall med mindre annet følger av bestemmelser gitt i lov eller i medhold av lov. Ved stemmelikhet er møteleders stemme utslagsgivende. Representantskapet kan treffe gyldig vedtak når minst halvparten av medlemmene er til stede.

Administrerende direktør og medlemmer av styret og kontrollkomiteen har rett til å være til stede og å uttale seg i representantskapets møter, men har ikke stemmerett.

Representantskapets leder er møteleder. Møteleder skal sørge for at det ved hvert representantskapsmøte føres protokoll. Protokollen skal underskrives av møteleder og to andre representantskapsmedlemmer, som velges på møtet. Dersom representantskapets leder har forfall, er representantskapets nestleder møteleder.

§ 2-7. Valg av styre

Representantskapet velger et styre på syv medlemmer med varamedlemmer. Blant medlemmene velger representantskapet styrets leder og nestleder. Fire av styrets syv medlemmer skal representere kontoførerne. Av disse fire velges ett medlem etter forslag fra Norges Bank og ett medlem hver etter forslag fra forretningsbankene og sparebankene.

Ved behandling av administrative saker suppleres styret med to medlemmer valgt av og blant Verdipapirsentralens ansatte. Valgordningen for de ansattes representanter fastsettes etter avtale mellom Verdipapirsentralens ledelse og de ansatte. I mangel av avtale fastsettes valgordningen av representantskapet.

Styremedlemmene og varamedlemmene velges for en periode av to år. Ingen kan gjenvelges til styret etter samlet periode av 12 år.

§ 2-8. Styrets oppgaver

Styret skal sammen med administrerende direktør sørge for en tilfredsstillende organisering og drift av Verdipapirsentralens virksomhet i samsvar med reglene i denne lov, Verdipapirsentralens vedtekter og vedtak av representantskapet. Styret ansetter administrerende direktør og fastsetter dennes godtgjørelse.

§ 2-9. Styrets møter

Styrets leder skal sørge for at styret holder møte så ofte det finnes nødvendig. Medlem av styret eller administrerende direktør kan kreve at styret sammenkalles. Administrerende direktør har rett til å være til stede og til å uttale seg på styrets møter.

Styremøte ledes av styrets leder eller, dersom styrets leder ikke er til stede, av styrets nestleder.

Styrets beslutninger treffes med alminnelig flertall. Ved stemmelikhet er møteleders stemme utslagsgivende. For at styret kan treffe gyldig vedtak må minst halvparten av medlemmene være til stede.

Ved styremøter skal det føres protokoll som skal underskrives av samtlige tilstedeværende styremedlemmer. Administrerende direktør eller styremedlem som ikke er enig i styrets beslutning kan kreve sin oppfatning innført i protokollen.

§ 2-10. Administrerende direktør

Verdipapirsentralen skal ha en administrerende direktør som skal forestå den daglige ledelse av Verdipapirsentralens virksomhet. Administrerende direktør skal følge de retningslinjer og pålegg som representantskapet og styret gir.

§ 2-11. Kontrollkomité

Verdipapirsentralen skal ha en kontrollkomité som skal bestå av minst fem medlemmer. Minst ett medlem av komiteen skal tilfredsstille de krav som stilles til høyesterettsdommere etter lov av 13. august 1915 nr. 5 om domstolene § 54 første ledd. Komiteen skal føre tilsyn med styrets disposisjoner, kontrollere at reglene som er fastsatt for virksomheten blir fulgt og vurdere virksomheten ut fra et sikkerhetsmessig synspunkt.

Komiteen skal minst en gang i året gi melding om sitt arbeid til Verdipapirsentralens representantskap og til Kredittilsynet.

§ 2-12. Revisjon

Verdipapirsentralens revisor skal granske Verdipapirsentralens regnskap og beretning og dens anliggender forøvrig, i samsvar med god revisjonsskikk.

Revisor skal avgi revisjonsberetning til representantskapet.

Revisor skal følge de instruksjer og pålegg som gis av representantskapet, for så vidt de ikke strider mot bestemmelser gitt i lov eller i medhold av lov, Verdipapirsentralens vedtekter eller god revisjonsskikk.

§ 2-13. Tilsyn m.v.

Kredittilsynet skal føre tilsyn med Verdipapirsentralens og kontoførernes virksomhet og kan i denne forbindelse gi de pålegg det finner nødvendig. Kongen kan gi nærmere forskrifter om tilsyn og adgangen til å gi pålegg. Verdipapirsentralen plikter å gi Kredittilsynet de opplysninger Kredittilsynet måtte anse nødvendige for tilsynet, uten hensyn til taushetsplikten.

§ 2-14. Taushetsplikt

Tillits- og tjenestemenn og revisorer i Verdipapirsentralen plikter å bevare taushet om det de i stillings medfør får kjennskap til om sentralens, sentralbrukernes eller deres kunders forhold, med mindre de etter denne eller annen lov har plikt til å gi opplysningene.

§ 2-15. Innsynsrett

Dersom en panthaver eller en rettighetshaver til en annen heftelse i en konto krever det, skal Verdipapirsentralen gi denne alle opplysninger som er registrert på denne kontoen uten hinder av taushetsplikten.

Dersom noen med hjemmel i lov har krav på opplysninger i sitt arbeid og opplysningene finnes i Verdipapirsentralens registre, kan det kreves at Verdipapirsentralen stiller opplysningene til rådighet uten hinder av taushetsplikten.

Departementet kan gi nærmere regler om innsyn i Verdipapirsentralens registre.

Kapittel 3. Sentralens brukere

§ 3-1. Kontoførere

Kontofører er foretak som på vegne av investorer eller utstedere av fondsaktiver fører konti i Verdipapirsentralen. En kontofører kan føre konti for seg selv, både som utsteder og investor. All kontakt mellom den enkelte investor og Verdipapirsentralen skjer gjennom kontoførerne, med mindre annet følger av bestemmelser gitt i lov eller medhold av lov, eller av Verdipapirsentralens vedtekter.

Kontoførere kan være

- a) forretningsbanker
- b) sparebanker
- c) Norges Bank
- d) ---
- e) Verdipapirforetak med tillatelse til å yte tjenester som nevnt i verdipapirhandelloven § 1-2 første ledd nr. 1 til 4.
- f) obligasjonsutstedende kredittforetak
- g) Forvaltningsselskap for verdipapirfond for så vidt gjelder fondsandeler i fond forvaltningsselskapet administrerer.
- h) Andre foretak eller grupper av foretak, herunder foretak med hovedsete i en annen stat som omfattes av Det europeiske økonomiske samarbeidsområde, etter nærmere bestemmelser av Kongen.

En kontofører kan begrense sin virksomhet til bare å omfatte bestemte typer av fondsaktiver.

En kontofører kan ikke nekte å åpne konto for registrering av fondsaktiver hvor vedkommende kontofører selv fører utstederkonto. I andre tilfelle kan kontoføring bare nektes, dersom særlige grunner foreligger. En nektelse kan bringes inn for Verdipapirsentralens klagenemnd.

§ 3-2. Meglere

Verdipapirforetak kan registrere kjøp og salg av registrerte fondsaktiver direkte i Verdipapirsentralen, selv om de ikke er kontoførere. Det samme gjelder andre foretak som med hjemmel i lov er gitt adgang til å opptre som mellommann ved omsetning av fondsaktiver som er registrert i Verdipapirsentralen.

§ 3-3. Obligasjonsutstedere

Obligasjonsutsteder som ikke selv er kontofører, knyttes til Verdipapirsentralen gjennom en kontofører.

§ 3-4. Aksjeselskaper

Allmennaksjeselskap eller aksjeselskap hvis aksjer er registrert i Verdipapirsentralen og som ikke selv er kontofører, knyttes til sentralen gjennom en kontofører. Selskapet skal likevel kunne få opplysninger om eget aksjeeierregister direkte fra Verdipapirsentralen.

§ 3-5. Store investorer

Store investorer kan hente opplysninger om egne konti direkte fra Verdipapirsentralen. Verdipapirsentralens styre avgjør hvem som skal anses for stor investor i forhold til denne bestemmelse. Styrets avgjørelse kan bringes inn for Verdipapirsentralens klagenemnd.

§ 3-6. Skifteretten, namsmyndighetene og vergemålsretten

Skifteretten og namsmyndighetene kan foreta registrering av konkurs, tvangsfullbyrdelse og midlertidig sikring direkte i Verdipapirsentralen. Vergemålsretten kan på tilsvarende måte registrere umyndiggjørelse. Disse myndigheter har full innsynsrett i alle fondsaktiver en saksøkt eller umyndiggjort har registrert i Verdipapirsentralen.

§ 3-7. Tilknytningsavtale

Mellom Verdipapirsentralen og den enkelte direkte tilknyttede bruker inngås en tilknytningsavtale hvor det nærmere forhold mellom institusjonene er regulert.

Uenighet om avtalevilkår kan bringes inn for Verdipapirsentralens klagenemnd.

Kapittel 4. Registrering i Verdipapirsentralen

§ 4-1. Investorers konti

Investorer kan ha konto hos en eller flere kontoførere. På en konto skal registreres kontohavers beholdning av fondsaktiver, eventuelt del av beholdning dersom investor har flere konti, samt opplysninger om hvordan utbetalinger skal skje.

På en konto kan videre registreres heftelser i innestående på den aktuelle konto, båndleggelser, fullmakter m.v.

Investors konto kan bare disponeres gjennom den kontofører som fører vedkommende konto, med mindre annet følger av bestemmelser i denne lov.

Registrerte verdipapirer skal ikke gjøres tilgjengelig på investors konto i Verdipapirsentralen før investor har betalt sine aksjer fullt ut.

Kongen kan gi nærmere forskrifter om investors konti i Verdipapirsentralen.

§ 4-2. Rett til å foreta registrering

Den som etter registeret fremstår som berettiget, eller godtgjør at rådigheten er gått over til ham ved rettighetshavers død, kan disponere over innestående på en konto, med mindre annet følger av bestemmelser gitt i lov eller i medhold av lov. Tilsvarende gjelder for registrert innehaver av begrenset rettighet i en konto, for så vidt gjelder disponering av denne rettighet. Registrering kan skje ved fullmektig.

Avtalt panterett kan registreres etter krav fra panthaver som avleder sin rett fra kontohaver. Kontofører kan kreve avtalen bekreftet.

Utleddsforretning kan registreres selv om saksøkte ikke er registrert som rettighetshaver. Tilsvarende gjelder ved annen tvangsfullbyrdelse og ved midlertidig sikring.

Åpning av offentlig forhandling om tvangsakkord eller konkurs registreres i samsvar med reglene i konkursloven §§ 36 og 79. Slik registrering kan også omfatte konti hvor skyldneren ikke er registrert som rettighetshaver.

Umyndiggjørelse skal registreres sammen med opplysninger om oppnevnt verge.

§ 4-3. Fullmakter

Kontohaver kan registrere:

- a) Handelsfullmakt, som gir en megler eller kontofører fullmakt til å overdra verdipapirer fra vedkommende konto. Handelsfullmakt omfatter hele kontoen og gjelder inntil den slettes, med mindre særlig utløpstid er registrert.
- b) Spørrefullmakt, som gir megler eller kontofører fullmakt til på forespørsel å motta opplysninger om innestående på vedkommende konto.
- c) Frigivelse, som gir megler eller kontofører fullmakt til å overdra nærmere angitte fondsaktiver fra vedkommende konto.

Bestemmelsene i det foregående begrenser ikke kontohavers adgang til å registrere fullmakter etter alminnelige fullmaktsregler.

§ 4-4. Registrering av panterett og andre sikkerhetsretter

Ved registrering av panterett og andre sikkerhetsretter skal følgende opplysninger registreres:

- a) rettighetshavers navn og adresse,
- b) rettighetshavers fødsels- eller foretaksnummer,
- c) grunnlaget for rettsstiftelsen,
- d) dato for registreringen,
- e) det beløp rettsstiftelsen skal dekke,
- f) disposisjonsrett for kontoinnehaver.

Mangler ved opplysningene behandles i samsvar med § 4-5.

En pantsettelse kan omfatte hele eller deler av den pantsatte konto.

Kongen kan gi forskrifter om registrering av panterett og andre sikkerhetsretter samt om registrering av rettsstiftelser i en begrenset rettighet.

§ 4-5. Nektelse av registrering

Er grunnlaget for et krav om registrering utilstrekkelig, skal registreringen nektes av kontofører. Grunnen til nektelsen skal opplyses til den som fremsette registreringskravet. Kan feilen eller mangelen avhjelpes, foretar kontofører en foreløpig registrering hvor nektelsen anmerkes, og Verdipapirsentralen skal samtidig sette en frist for å rette feilen eller mangelen. Dersom feilen eller mangelen rettes innen fristen, får rettigheten prioritet fra den foreløpige registreringen. Blir feilen eller mangelen ikke rettet, skal registreringen slettes, med mindre nektelsen er bragt inn for Verdipapirsentralens klagemnd. Kongen kan gi nærmere forskrifter om nektelse av registrering.

Nektelse av registrering kan bringes inn for Verdipapirsentralens klagemnd.

§ 4-6. Endringsmeldinger

Registrert rettighetshaver skal sendes endringsmelding som viser enhver endring som blir registrert på kontoen, med mindre annet er avtalt med rettighetshaver. Meldingen skal utferdiges av Verdipapirsentralen.

Kongen kan gi nærmere forskrifter om endringsmeldinger etter denne bestemmelse.

§ 4-7. Beholdningsoversikter

Det skal sendes periodiske beholdningsoversikter til alle registrerte rettighetshavere i en konto minst én gang hvert år. Kontofører plikter å utferdige beholdningsoversikter etter begjæring fra registrert rettighetshaver. Konto-haver kan i enkelttilfeller kreve oversikt som viser registrerte transaksjoner.

Kongen kan gi nærmere forskrifter om beholdningsoversikter.

§ 4-8. Utstederkonti

Utsteder av registrerte fondsaktiver skal ha en utstederkonto hos en kontofører. Utstederkonto skal vise det totale antall av vedkommende fondsaktiver.

Fast informasjon om vedkommende fondsaktiver, emisjoner, utbetalinger m.v. skal registreres på vedkommende utstederkonto.

Når et selskap har besluttet å la sine aksjer registrere i Verdipapirsentralen, skal den kontofører som fører vedkommende utstederkonto sørge for at det blir opprettet conti for de aksjonærer som ikke selv har oppgitt noen konto for aksjene, og for at panthaverne får registrert sin panterett.

Kongen kan gi nærmere forskrifter om utstederkonti.

§ 4-9. Daglig journal

Verdipapirsentralen skal føre daglig journal hvor alle innkomne transaksjoner innføres etterhvert som de blir mottatt.

Kongen kan gi forskrift om føring av daglig journal.

Kapittel 5. Rettsvirkninger av registrering

§ 5-1. Etablering av rettsvern, prioritet

Når rettigheter i et registrert fondsaktivum er registrert i Verdipapirsentralen, går den registrerte rettighet foran rettsstiftelser som ikke er registrert.

Kolliderer registrerte rettigheter, bestemmes prioriteten mellom rettighetene av tidspunktet for innføring i daglig journal i Verdipapirsentralen. Utledds- og arrestforretninger går foran andre rettsstiftelser som er innført samme dag. Er flere utleddsforretninger innført samme dag, går eldre foran yngre.

Kongen fastsetter i forskrift når en rettighet skal regnes som registrert i Verdipapirsentralen.

§ 5-2. Unntak fra prioritetsreglene

En eldre rettsstiftelse går uten hensyn til reglene i § 5-1 foran yngre, dersom:

- a) det yngre erverv bygger på avtale eller annet grunnlag som for erververen fremtrer som avtalelignende, og erververen da hans rett ble anmeldt til kontoføreren, kjente eller burde ha kjent den eldre rett, eller
- b) det yngre erverv er skjedd ved arv.

§ 5-3. Rettsvern i konkurs

For at en frivillig stiftet rett skal ha rettsvern i konkurs, må retten være registrert senest dagen før konkursåpningen ble registrert. Har det vært åpnet forhandlinger om tvangsakkord under en umiddelbart forutgående gjeldsforhandling, jfr. lov om fordringshavers dekningsrett § 1-4 sjette ledd, må rettsstiftelsen være registrert senest dagen før registrering av forhandling om tvangsakkord. Når rettsstiftelsen er foretatt med samtykke av gjeldsnemnda, kan den likevel gjøres gjeldende overfor konkursboet.

§ 5-4. Mangler ved avhenders rett

Overfor den som har registrert en rett han ved avtale har ervervet fra registrert rettighetshaver, og som var i god tro da registreringen fant sted, kan det ikke gjøres gjeldende at avhender ikke hadde rett til å råde over det registrerte.

§ 5-5. Utsteders innsigelser fra det underliggende forhold

Utsteder av obligasjoner registrert i Verdipapirsentralen kan ikke overfor en som ved avtale erverver rett til den registrerte obligasjon gjøre gjeldende:

- a) at utstedelsen er ugyldig etter reglene i avtaleloven §§ 29-33,
- b) at han ikke har fått det avtalte vederlag, eller har andre innsigelser fra det forhold som er grunnlag for utstedelsen,
- c) at betaling var skjedd før overdragelsen eller at forholdet for øvrig var opphørt eller endret ved avtale, motregningserklæring, oppsigelse eller dom.

Innsigelser går ikke tapt, dersom erververen kjenner eller bør kjenne det forhold den bygger på.

Utstederen kan likevel gjøre gjeldende at vedkommende fondsaktiv var utstedt som følge av falsk eller forfalskning, uten nødvendig fullmakt eller som følge av tvang som nevnt i avtaleloven § 28.

§ 5-6. Frigjørende betaling

Betaler skyldner etter et registrert fondsaktiv til den som er registrert rettighetshaver på forfallsdag, blir han fri selv om mottakeren ikke hadde rett til å ta imot betaling, dersom skyldneren ikke vet det og er så aktsom som han bør være etter forholdene.

Kapittel 6. Klage over registrering

§ 6-1. Klageorgan

Klage over avgjørelser truffet av en kontofører eller av Verdipapirsentralen kan bringes inn for en klagenemnd.

Klagenemnden skal bestå av tre medlemmer med varamedlemmer og oppnevnes av Kongen. Klagenemndens medlemmer og varamedlemmer oppnevnes for en periode av fire år.

Bringes klagenemndens avgjørelse inn for domstolene skal forliksmegling ikke finne sted.

§ 6-2. Klagerett

Klage kan framsettes av enhver med rettslig klageinteresse.

Klagenemnden kan beslutte at en klage ikke skal tas under behandling, dersom den finner at det spørsmål klagen reiser bør fremmes til avgjørelse for domstolene.

§ 6-3. Klagebehandling

Klage over avgjørelse truffet av en kontofører eller megler fremsettes overfor den kontofører eller megler som traff den avgjørelse som påklages. Dersom slik kontofører eller megler ikke lett kan påvises, fremsettes klagen overfor Verdipapirsentralen. Klage over avgjørelse truffet av Verdipapirsentralen fremsettes overfor Verdipapirsentralen.

Klage må fremsettes innen tre uker fra den dag klageren har eller burde ha kjennskap til avgjørelsen. For den som har krav på endringsmelding etter § 4-6, er fristen tre uker fra slik melding er mottatt av vedkommende.

Den kontofører eller megler hvis avgjørelse påklages kan selv ta klagen til følge eller fremsette tilbud om løsning overfor klageren. Tilsvarende gjelder for klager som behandles av Verdipapirsentralen. Tas ikke klagen til følge, eller klageren ikke aksepterer fremsatt tilbud om løsning, bringes klagen inn for Verdipapirsentralens klagenemnd.

Klagenemnden kan etter begjæring fra klageren beslutte at klagen skal registreres på den konto klagen knytter seg til.

Har noen opptrådt som motpart eller kan betraktes som motpart i klagesaken, skal vedkommende så vidt mulig gis anledning til innen rimelig tid å uttale seg før klagenemnden treffer avgjørelse i klagesaken.

Den hvis avgjørelse påklages skal så snart som mulig, og senest innen 14 dager etter at klage er mottatt, avgjøre hvorvidt den selv vil ta klagen til følge eller oversende klagen til behandling i Verdipapirsentralen.

§ 6-4. Melding om klage

Melding om at en avgjørelse er påklaget skal sendes til alle med registrerte rettigheter i den konto klagen gjelder. Tilsvarende melding skal sendes regis-

trerte rettighetshavere og de som har opptrådt som part i klagesaken når denne er avgjort.

Kapittel 7. Erstatningsansvar

§ 7-1. Verdipapirsentralens erstatningsansvar

Verdipapirsentralen er uten hensyn til skyld erstatningspliktig for tap som følge av feil i forbindelse med registrering, endring eller sletting av en rettighet. Har skadelidte selv forsettlig eller uaktsomt forårsaket eller medvirket til feilen, kan erstatningen nedsettes eller bortfalle.

Verdipapirsentralen kan kreve hel eller delvis regress hos den som har forårsaket eller medvirket til den feil som førte til erstatningen, med mindre denne kan godtgjøre at feilen ikke kan lastes ham.

§ 7-2. Behandling av et erstatningskrav

Krav om erstatning etter § 7-1 skal behandles etter reglene i § 6-3.

Er erstatningskravet begrunnet i feil som skyldes en bruker som omtalt i ([Link til](#)) kapittel 3, skal kravet fremmes gjennom denne bruker. Brukeren kan selv velge å dekke kravet eller tilby en erstatning. § 6-3 annet ledd gjelder tilsvarende.

Kapittel 8. Straff

§ 8-1. Straff

Tillits- og tjenestemenn og revisorer som forsettlig eller uaktsomt overtrer bestemmelsene i denne lov eller forskrifter gitt med hjemmel i loven, eller som medvirker til slik overtredelse, straffes med bøter og under særlig skjerpende omstendigheter med fengsel inntil tre måneder, hvis handlingen ikke går inn under noen strengere straffebestemmelse.

Kapittel 9. Ikrafttredelse og overgangsbestemmelser. Endringer i andre lover

§ 9-1. Ikrafttredelse

Denne lov trer i kraft fra det tidspunkt Kongen bestemmer.

§ 9-2. Innkalling av sirkulerende obligasjoner

§ 9-3. Valg til de styrende organer

§ 9-4. Endringer i andre lover

Vedlegg 2**Internasjonale anbefalinger**

Verdipapirsentralen

Alle anbefalinger er tatt inn i engelsk versjon. De er gjengitt i kronologisk rekkefølge.

1 FIBV's anbefalinger fra rapporten «Improving International Settlement Report of the task force appointed by the FIBV» fra 1989

*Recommendation 1:**Adoption of international settlement conventions*

- Trade confirmation/ matching
- Settlement period
- Central Securities Depositories
- Delivery versus payment
- Securities lending
- Standardised securities messages and codes.

*Recommendation 2:**Cross-border settlement links*

Provided there is a business need and sufficient transaction volume, all national and international Central Securities Depositories should establish links with each other, based on specific agreements, for as wide a spectrum of services and internationally traded securities as possible.

Link model 1:

Cross border custody link, with free of payment delivery between two CSDs, but without any linked settlement/payment facilities.

Link model 2:

Cross border custody link, including 'against payment' delivery facilities, between two CSDs.

Link model 3:

Cross border clearing link between two clearing organisations, providing for trade accounting, securities settlement, custody and settlement payment facilities. Each of the two national clearing organisations is linked to its national CSD

*Recommendation 3:**Securities immobilised in the country of the issuer and transferred by book entry.*

Physical documents of title to securities listed and/or traded on a foreign stock exchange as well as their home stock exchange should remain in their home country and should be immobilised in their original form at the CSD which effects securities transfers by means of book entry, i.e. by debiting the

delivering securities account and crediting the receiving securities account, without any movement of certificates. Automated book-keeping and data communication systems should be in place to permit efficient ordering execution and confirmation of book entry transfers of immobilised (physical and dematerialised) securities not only domestically but also across borders and continents.

Recommendation 4:

Listings abroad in original form

Stock exchanges which list or trade foreign securities should stipulate that good delivery of such securities can be accomplished by a book entry credit authorised and made by a designated CSD in each security's home country or by an international central depository. The underlying securities shall be held by the designated CSD in the home country in accordance with Recommendation 3.

2 Lamfalussy-anbefalingene fra «Report of the committee on interbank netting schemes of the central banks to the group of ten countries», utgitt av BIS (Banks for International Settlements) i november 1990

Minimum standards for netting schemes

3 Anbefalinger fra rapporten «Cross-border Clearance, Settlement, and Custody: Beyond the G30 Recommendations», utgitt av Euroclear i 1993

Recommendation 1:

Each CSD should (a) complete its initial processing cycle during the evening before the settlement date; (b) have at least one additional daylight processing cycle on each settlement day; and (c) if cost-justified, move to real-time processing of transactions.

Recommendation 2:

Each CSD should encourage early matching and eliminate or refrain from adopting forced settlement rules.

Recommendation 3:

Each national payment system should (a) complete its initial processing cycle as early as possible on value day; (b) have at least one additional daylight processing cycle on each value day; (c) achieve finality upon the completion of

each processing cycle; and (d) if cost-justified, provide real-time processing with payment finality on a continuous basis throughout each value day.

Recommendation 4:

Each country should modernize its securities ownership and transfer laws to (a) ensure that holders of securities through multi-tiered systems have property rights in such securities; and (b) include categorical choice-of-law rules to ensure the validity and finality of transfers at each tier of a multi-tiered holding system, including tiers governed by foreign law.

Recommendation 5:

Each country should modernize its securities pledging laws to (a) facilitate pledges of securities held through multi-tiered securities holding systems; including cross-collateralization; and (b) include categorical choice-of-law rules assuring respect of the validity of pledges at each tier of a multi-tiered holding system, including tiers governed by foreign law.

Recommendation 6:

Each market should establish a public database for the centralization of corporate events and other custody-related information and require issuers to provide such information to the database in standardized formats suitable for automation.

Recommendation 7:

Each country should streamline its procedures for withholding tax reclamation.

Recommendation 8:

Each CSD should provide basic custody services with respect to securities issued in its market.

Recommendation 9:

Each country should (a) subject CSDs to appropriate wholesale regulation only; and (b) refrain from asserting extraterritorial jurisdiction over CSDs based in other countries; even if they establish links with local CSDs.

4 ECSDAs minimumsstandarder fra 1999 for etablering av toveis-forbindelser mellom nasjonale verdipapirregistre i Europa

MS1

Each ECSDA member should:

- operate a computer-based system for the safekeeping and administration of securities either represented by certificates or in dematerialised form,

- operate a book-entry system for the settlement of both free of payment and delivery versus payment transactions,
- be able to settle in central bank money the cash leg of delivery versus payment transactions for those participants eligible to participate in the payment system managed by its national central bank.

MS2

Each ECSDA member should be supervised by one or more national supervisory authority(ies).

MS3

Each ECSDA member should give other members clear information about the rules and regulations in effect in its country concerning the law applying to ownership of the securities it manages, and the way its system provides entitlement to that ownership, including specific provisions concerning the way insolvency procedures may affect ownership.

MS4

No ECSDA member shall transfer securities balances that are in any way of a provisional nature.

MS5

In general, each ECSDA member should have a technical system with adequate capacity and facilities to ensure operational reliability and shall conduct its operations with minimum risks for its participants.

In particular, each ECSDA member should:

- provide back-up facilities to resume communication in case of interruption, without loss of data and within 4 hours,
- be able to resume settlement within 4 hours and without loss of data in the event of serious breakdown,
- put in place measures for preventing unauthorised access to the communication system, settlement system and safe-keeping/securities administration systems, as well as mechanisms to check the authenticity, integrity, confidentiality and verifiability of instructions and messages.

MS6

In general, each ECSDA member should control extremely carefully any risk that it takes in the services it provides.

In particular, each ECSDA member should:

- provide for handling safeguards against custody risks arising from operational failures,
- put in place mechanisms to avoid the risk of securities and unauthorised cash overdrafts,
- ensure that neither the safety of the securities nor the realisation of their

participant's assets can be affected by any losses incurred by the CSD.

MS7

- Each ECSDA member should be open to the establishment of links with other CSDs, providing a sufficient business case exists for each party.
- No member should attempt to restrict artificially the securities to be included in the link.
- No member shall discriminate against another member in its pricing of services in connection with a link.
- Each member shall be prepared to build and operate links substantially in accordance with ECSDA standards.
- Each member shall co-operate with a member to whom it has linked in the handling of corporate actions.

Vedlegg 3

Organisering av verdipapirregistervirksomhet i andre land

Vedlegget gir en framstilling av organiseringen av verdipapirregistervirksomhet i enkelte andre land. Vedlegget er et utdrag fra håndboken til ISSA fra 1999. Utdraget er foretatt av VPS. Det nevnes at ISSA (International Securities Services Association) er en organisasjon for aktørene i verdipapirmarkedet, herunder banker, avregnings- og oppgjørssystemer, verdipapirregistre, børser og verdipapirforetak.

1 Austria

Oesterreichische Kontrollbank AG (OeKB) serves as the central clearing agency of the Vienna Stock Exchange.

SICS (Settlement Information Clearing System) is the system used to clear and settle transactions on the Vienna Stock Exchange within the Austrian Clearing and Settlement System (Arrangement). It was developed by OeKB on behalf of the Vienna Stock Exchange. Prices and transaction data are generated within the trading system EQOS and PATS on the basis of the orders placed. SICS uses the transaction data delivered by EQOS and PATS for fully electronic settlement.

Exchange transactions are collected and processed immediately after the trading hours. The final settlement takes place on the relevant payment day; within the clearing and settlement period in SICS it is the 3rd day after the date of the transaction (rolling settlement T+3). Only exchange members may become clearing participants. There are direct and indirect clearing participants.

SICS supports the two-tier structure of the clearing participants (direct clearing participant [clearing member], indirect clearing participant [non-clearing member]). Direct clearing participants must maintain a clearing collateral account as security for clearing transactions and a securities depository account for crediting and debiting the units traded.

Indirect clearing participants must provide a declaration of a direct clearing member stating that the direct participant assumes the obligation to settle all of the indirect member's transactions.

The SICS data generated for non-clearing members are sent to both the clearing member responsible (indicating its group of non-clearing members), as well as to the non-clearing member.

SICS provides an interface for clearing participants that allows exchange members to retrieve data electronically as follows:

- screen display on EQOS standard clients and PATS/DS PCs;
- file transfer to exchange member (APPC to host and/or PC file transfer, analogously to PATS); or
- printouts on local printers (analogously to PATS/DS at exchange members).

For cross-border transactions, the OeKB provides a service with foreign clearing organisations (e.g. Deutscher Kassenverein, Deutscher Auslandskassenverein, NECIGEF, SICOVAM, SEGA, Euroclear)

OeKB operates a direct settlement system for all trades by domestic banks which take place outside the Vienna Stock Exchange.

Central securities depository

WSB stands for Wertpapiersammelbank, the Austrian central securities depository. It is operated by Oesterreichische Kontrollbank AG. WSB takes care of the safekeeping and transfer of securities - usually by way of computerised book entries in WSB accounts - together with the necessary financial clearing procedures and the day-to-day administration of securities and deposits. SICS settlement data can be fed directly into the WSB system to update account balances.

The following have deposit and cash accounts with Oesterreichische Kontrollbank AG's WSB depository:

- Austrian banks and Austrian subsidiaries of foreign banks
- Official Stock Exchange Brokers (Sensale)
- Non-Official Brokers (Freie Makler)
- Foreign central securities depositories
- International clearing agencies
- EU financial institutions.

WSB defines which securities are admitted for collective deposit (Sammelverwahrung). As almost all Austrian shares are issued in bearer form and debt equities are mostly issued as global certificates, the majority of circulating securities are held in custody by WSB. WSB collects interest, dividends and bonds at maturity. Other administrative activities are carried out by the members.

2 Belgium

This section describes the Brussels Clearing House, the CIK settlement system and the BNB clearing system. CIK is also the central depository.

Brussels Clearing House Overview

Since September 15th 1998, settlement for the domestic forward and cash markets has been operated by the Brussels Clearing House - BCH (the Cooperative de liquidation des marchés de la Société de la Bourse des Valeurs Mobilières de Bruxelles (SBVM)/Coöperatieve tot verreffening van de markten van de effectenbeursvennootschap van Brussel (EBVB)).

Settlement of the forward market transactions takes place about every 14 days, according to a specific calendar. On this market, the BCH stands as counterparty to both the buyer and the seller. Transactions are now settled in the FMS system (Forward Market System) of CIK. This system will allow the participants to receive, earlier in the day, a final credit in securities or in cash, with BCH as guarantor of the finality of the settlement.

Transactions on the Stock Exchange Market are settled by CIK for the securities leg and by the National Bank of Belgium (BNB) for the cash leg. Settlement of transactions in registered or dematerialised linear obligations, treasury bills, treasury certificates and certificates of deposit is performed by BNB whereas CIK will be in charge of settlement operations for issues by the private sector (see below).

A recent Act of Parliament (August 6, 1993) contains special provisions on transactions in ordinary bonds. The National Bank and credit institutions will be able to act as clearing houses for these transactions, after having been authorised by the government.

A Decree of the Minister of Finance dated June 10, 1992 contains special provisions with reference to settlement of transactions in government bonds which are executed on a stock exchange (settlement on T+7; automatic lending of bonds or cash in case of default of one of the participating broker firms).

Members

Brokers who fulfil the necessary conditions can become members. Banks authorised to receive Stock Exchange orders can also be members.

The Coop rative de Liquidation / Coöperatieve tot verreffening is a private company, but its rules and regulations must be approved by the Stock Exchange Commission and the Ministry of Finance.

Management

A Board of seven Belgian members is elected by the General Meeting for three years.

Eligible securities

All domestic and foreign shares which can be traded on the forward market and on the cash market.

Services

Settlement on the forward market takes place in CIK's FMS. The Stock Exchange Data Centre supplies the BCH with the details of all transactions executed during the last 15 days. At the end of the 15 day period, BCH transfers the balance of the transactions to CIK for settlement.

Central securities depository

In Belgium, the central securities depository is CIK (Caisse Interprofessionnelle de Dépôts et de Virements de Titres / Interprofessionele Effectendeposito-en Girokas; Interprofessional Organisation for Deposits and Transfers in Current Accounts of Securities).

CIK is a joint stock company (Société Anonyme / Naamloze Vennootschap). Capital is held by banks working in Belgium, public credit institutions, the National Bank and the Stock Exchange Committee (representing brokers).

CIK acts as the central depository of securities. With the status of a limited company of public law, it is the only authorised institution for central safekeeping of securities and book entry transfers between the securities accounts of participants. The competences of CIK are limited by the Royal Decree dated November 10, 1967.

The nature of the Belgian investment market means that CIK holds a disproportionately large amount of physical securities which turn over with unusual frequency. Market share is less important for CIK than in other countries; Belgian private investors prefer to hold their securities 'under the pillow'

and institutional investors choose registered certificates with no coupons attached.

Bank customers are not required to give written authorisation for their securities to be redeposited with CIK since this is at the bank's discretion, provided that the customer accepted collective deposit.

Securities are fungible by issue in CIK and circulate by book entries. Withdrawal and physical delivery of securities is always possible. Payment (in money) of interest and dividends is made by CIK.

Since 1992, the Banque Générale de Luxembourg has acted as sub-custodian in order to facilitate settlements between Belgian and Luxembourg members. This enables Luxembourg members to settle operations on the Brussels Stock Exchange (cash and forward markets) by book entry transfer and can also make deposits and withdrawals of securities directly at the counters of the sub-custodian.

In collaboration with CIK, the country's two exchanges in Brussels and Antwerp offer counter services for brokers in their premises for most ordinary transactions.

Eligible members

Every Belgian professional authorised to handle stock exchange orders may become a member of CIK. Any foreign establishment with the same guarantees and characteristics may become a member with the authorisation of the Board of Directors. These regulations mean that the following participants are admitted:

- Belgian banks
- Belgian brokers
- Belgian savings banks
- Public credit organisations
- Foreign banks
- Foreign brokers.

Issuers or investment companies (i.e. participants in the primary market) are not admitted. Foreign clearing houses, however, can participate. Currently these are: SICOVAM, Paris (direct mutual link); AKV, Frankfurt; WSB, Düsseldorf; Necigef, Amsterdam (mutual cooperation); SEGA, Zurich, and the Banque Générale de Luxembourg (sub-custodian in Luxembourg).

Eligible securities

Fungible securities are:

- Bearer shares
- Registered shares
- Bearer bonds
- Bonds redeemable by drawing (provided drawings have not yet started)
- Foreign securities locally quoted
- Global certificates
- SICAV/SICAF/SICAFI.

Every domestic and foreign security listed on a Belgian Stock Exchange is eligible as long as it meets all requirements of fungibility. At the request of its members and upon agreement of the Board of Directors, securities traded off stock exchanges are also eligible.

Services

- Safekeeping in ordinary and pledge accounts. Physical securities are stored in vaults and are only accessible by members of staff. All deposited securities have to be of 'good delivery', i.e. they have to meet all legal prescriptions and regulations (not mutilated, have all current coupons attached). Securities which do not satisfy these conditions are refused.
- Checking of securities deposited against the list of lost, stolen or reportedly forged securities.
- Physical deliveries.
- Book transfers at the depository.
- Transfer to and from depository organisations in other countries on behalf of brokers or banks in those countries. CIK holds domestic securities for SICOVAM (France) and SEGA (Switzerland).
- Detachment of coupons and distribution of revenues as follows:
- For coupons of securities listed per piece (listed per unit of the securities: shares, representative certificates, depository receipts).
- Proceeds are transferred to a special bank account for collection or in general are settled by delivery of coupon certificates. If instructions are received to arrange delivery, physical coupons are returned to the participant.

For securities listed pro rata (listed in per cent of the value: bonds, etc.):

- The proceeds are transferred to a special cash account of the organisation and credited to the beneficial owner.
- Bonus share coupons are transferred to a special bank account or delivered in the form of coupon certificates or material coupon.
- At final redemption on the maturity date, bonds are returned to the issuer together with a list of all beneficial owners.
- On request, CIK issues certifications that shares are deposited and blocked, to enable the holder to execute voting rights.
- Book entry transfers are carried out on the instructions of the participant. Transactions, deliveries, withdrawals, and transfers are recorded in real time and are settled with the next batch (T). The new software implemented between CIK and its partners allows immediate settlement of operations.
- Automatic liquidation for the cash market as for the forward market.
- Members may use SWIFT, telex, fax or computer-to-computer to communicate with CIK. CIK's computer system allows the user to send their transfers and withdrawals and to receive their statements of accounts and balance. They can also consult their account status on-line and view stopped securities (oppositions) as the issued security numbers.
- Exchange of coupon certificates against physical coupons (split of coupon certificates, warrant detachment, destruction, transformation, stamping requests, etc.).
- Over-the-counter transactions via EMSS - Electronic Matching and Securities Settlement. EMSS enables professionals to access different settlement systems: cash market, forward market, Cedelbank, Euroclear, for back to back operations with standard messages (ISO7775 & 15022 standard - SWIFT messages).
- Under consideration:
- Nominee registration;
- Securities lending.

3 Denmark

Værdipapircentralen (VP - the Danish Securities Centre) is the central securities depository and clearing organisation for Denmark.

VP is a private, independent non-profit institution responsible for the computer book-entry of issues of dematerialised securities and rights thereto, as well as the clearing and settlement of securities transactions. See section 8.2 for contact details.

Eligible participants

Danish and foreign banks, savings banks, stockbroking companies, clearing centres, investment firms, mortgage credit institutions and Danmarks Nationalbank (the Danish central bank) may act on their own behalf and on behalf of customers. Other professional market participants, domestic as well as foreign major clients, may act only on their own behalf. VP is allowed to enter into linkage agreements with foreign depositories. Accounts in VP can only be opened by an account controller. The institution responsible for opening a given VP account is the only entity entitled to obtain information about this account and to effect book-entries on behalf of the account holder, or other holders of rights to the securities in question.

Eligible securities

All listed Danish bonds and shares are dematerialised, existing as computer book-entries on accounts in VP. Listed and unlisted securities (domestic as well as foreign) may be book-entered in VP.

The VP System has adopted the ISIN numbering system, and each security is identified by an ISIN assigned by VP (see 1.3). As the national numbering agency for Denmark, VP is a member of the Association of National Numbering Agencies (ANNA).

Services

An account holder is notified about additional deposits to and withdrawals from an account or other changes to the data entered on the account.

In January of each year, the account holder receives a statement of account specifying his or her portfolio at the end of the previous year. In addition, the account holder can demand a statement through his or her account controller.

Information provided by notifications:

Regarding bonds:

- Notification of interest payments
- Notification of drawing/redemption.

Regarding shares:

- Notification of dividend payments
- Notification of allocation of subscription rights

- Notification of corporate actions.

Most of these notifications are sent to the account holder by the account controller; some are sent directly by VP.

Domestic transactions

Domestic securities transactions are cleared through VP in its capacity as a clearing centre.

Cross-border transactions

A direct, automated link between VP and Euroclear was established to ensure delivery versus payment for trades in Danish securities made between Euroclear and VP participants.

Settlement restrictions

The maximum nominal value for a transaction in bonds is DKK 500 million. This limitation applies only to net settlement.

4 Finland

Finnish Central Securities Depository Ltd (APK):

- operates the central book entry system for equities and debt instruments; grants the right to be issuer in book entry system and to issue securities in book entry system;
- grants the right to be a clearing party and an account operator; settles and clears book entry trades in KATI system (equity) and RAMSES system (money market instruments and bonds);
- issues rules and regulations to issuers, clearing participants and book entry registers (banks and brokerage houses) covering Finnish book entry system;
- provides services to issuers i.e. shareholder information and movements, insider information, issuing services, yield payment, redemption and pay-backs services;
- provides information services to market participants and to market research;
- provides data processing services to three book entry registers;
- supervises the book entry system and the compliance of self-regulation;
- acts as the National Central Securities Depository of Finland in co-operation with other depositories and clearing organisations.

Legal basis: Act on the Book-Entry System (826/1991); Act on Book-Entry Accounts (827/1991); Securities Market Act, Chapter 4a (321/1998);

Companies Act (734/1978); Act on Certain Conditions of Securities and Currency Trading (588/1997).

KATI-system of APK

Transactions of listed book-entry shares are cleared through the KATI-system of Finnish Central Securities Depository, APK. At present there are no direct cross-border links.

Transactions of money market instruments issued as book-entries are cleared through the APK. A direct cross-border link for bonds and money market instruments to Germany was opened in January 1999.

HEX

HEX clears its derivative trades.

When delivery of book entry shares takes place due to exercised stock options and futures, HEX co-operates with APK and uses its clearing mechanism (KATI).

Clearing organisations and central securities depository

The book entry securities system Shares

In the book entry securities system, lists of owners of companies are kept by APK. However, the responsibility for keeping the accounts of book-entries lies with the registrars, normally a Finnish bank or a securities broker (licensed by the Ministry of Finance) appointed by the owner of the securities. APK acts also as a neutral registrar for investors who do not wish to appoint a bank to look after their shareholdings. APK does not, however, provide portfolio management services in the same way as banks and securities brokers.

The registrar guarantees that registration is done in accordance with the account holder's instructions. The legislation imposes severe and objective indemnity liability for possible damages caused by the registrar.

APK keeps lists of owners for each company based on daily information received from other book entry registers. The investor's right to receive dividends and bonus shares, and to subscribe to rights issues as well as to vote at general meetings is based on the list of owners kept by APK.

Money market instruments

The system for money market instruments is called RAMSES and is operated by APK. RAMSES offers centralised book entry register services and a clearing and settlement system. Account operators, most of which are Finnish banks, use the system provided by APK to keep accounts of book-entries. An account operator guarantees that registration is done in accordance with the account holder's instructions. The liability system is the same as with book entry shares (see above).

Investors may choose the account operator they want to use. Lists of owners of money market instruments are not public. Interest and redemptions on money market instruments are paid automatically according to the information in the book entry accounts.

The first book entry form bonds were issued in December 1995.

5 France

SICOVAM SA, central depository

SICOVAM SA was founded in 1949 and its first function was to ensure the book entry transfer of securities between financial agents. SICOVAM SA is an incorporated company (Société Anonyme) with a special legal status: its rules and regulations and by-laws were originally approved by the Ministry of Economy and Finance. Its capital is mainly owned by the Banque de France, the association of banks (AFECEI) and the SBF-Bourse de Paris.

Shareholders and elected members (20) of its Board of Directors are representatives of Banque de France and of the leading companies of the stock and financial markets (banks, financial intermediaries, broker firms or inter-professional associations).

SICOVAM SA operates two securities settlement systems: Relit for stock exchange operations and RGV for OTC trades and monetary policy operations.

Participants

SICOVAM SA provides its services to three kinds of participants:

- Members: membership status is granted after completion of a technical test.
- Securities issuers: All issuers whose securities are eligible for SICOVAM SA can have a current account in which only transactions in registered securities (nominatif pur) are entered.
- Foreign clearing/depository organisations: all relations between SICOVAM SA and foreign clearing/depository organisations are fixed by particular agreements.

Eligible securities

SICOVAM SA acts as France's Central Securities Depository for all French securities (equities, domestic and euro-bonds, investment funds units, treasury notes and bills, commercial paper, certificates of deposit, medium-term notes) and can accept any other foreign security, either listed on the Bourse de Paris or not.

Services

- Custody with computerised book entries.
- Clearing and settlement of all transactions.
- Securities data base.
- Announcements of corporate actions.
- Repo services.
- Organisation of the payment of dividends, interest and redemptions of bonds.
- Primary and grey markets - closing.
- International deliveries.
- Numbering of French securities.
- Centralisation of all information about the procedure concerning 'Identifiable Bearer Securities' (TPi).
- Control over the procedure about registered shares and transfer to the

- issuers of shareholders' changes.
- Recording of securities lending.

As from February 1998, the implementation of new facilities of clearing and settlement through RGV, has widen the scope of services provided to include:

- Real-time processing.
- Irrevocable settlement with a direct link with the real-time gross settlement system of Banque de France (TBF).
- On line matching.
- Collateralisation of securities.
- Settlement of the cash-leg in central bank money.

The RGV system has received an assessment without reservation from the European Central Bank for the settlement of monetary policy operations.

Fees

A current detailed fee schedule may be obtained from SICOVAM SA (see 8.2 for contact details).

MONEP SA

As operator of the equity derivative market, MONEP SA draws up the organization and operating rules of the MONEP, approves applications for membership of the market and decides on the admission to listing of new contracts.

It is also responsible for market operations, market surveillance, and technical clearing procedures including recording and clearing of trades, exercises and assignments; control of margin requirements, calls and collateral.

Margin deposits are deposited with the SBF which is the market's financial guarantor of last resort.

MATIF SA, clearing house

The MATIF SA clearing house acts as the sole counterparty to all transactions and is responsible for the successful conclusion of all operations between the various parties involved, including customers who are contractually bound to exchange members.

6 Germany

The central securities depository (Deutsche Börse Clearing AG) also performs the clearing function.

Deutsche Börse Clearing AG (DBC), formerly Deutscher Kassenverein (DKV), is the central depository bank for securities in Germany (legal term: Wertpapiersammelbank). In 1996 former DKV was merged with the AKV (Deutscher Auslandskassenverein) and in 1997 the merged companies were renamed into DBC. DBC, as an independent company, is a 100% subsidiary of Deutsche Börse AG. Its core business is the safe custody and administration of securities and the settlement of securities transactions (including payment).

Participants in the DBC system are national and international banks and broker firms/securities trading companies which fulfil the prerequisites for

admission. Foreign Central Securities Depositories (CSDs) are admitted to the system, if they meet the same legal requirements as DBC. Their large holdings of securities (market share approx. 90%) enable DBC to immobilise a great number of physical securities. Furthermore, substantial portions of physical securities are represented by 'global certificates'.

DBC, in its role as central depository bank, keeps securities in collective safekeeping. An investor becomes a co-owner of the collective holding of his or her bank for the category of securities concerned. Participants are not entitled to request delivery of securities with specific numbers, but DBC may deliver securities with any numbers from its collective holding in the fungible securities category concerned. The introduction of the central custody holding facility for registered shares with restricted transferability meant that, at the start of 1997, business settlement methods for exchange and off-exchange transactions in this type of security were brought in line with the usual procedures for standard bearer shares.

Duties

Safekeeping of the securities deposited, whereby the liability in case of physical delivery begins and ends at the counter of DBC.

Services

- Safekeeping in its own vaults in ordinary accounts and/or in pledge accounts.
- Collection of dividends, interest and principal due from issuers or their paying agents. Customers are credited with the proceeds on the same day.
- Redemption by drawdowns for bonds which are partially redeemed.
- Collection of new coupon sheets, exchange of securities, processing of subscription rights and stock splits.
- Administration of variable global certificates.
- DBC assists in exercising or evaluating subscription rights, monitoring timely receipt by customers of instructions for conversion, compensation or takeover offers.
- DBC assists customers, upon application, to exercise voting rights. As interim custodian, DBC itself may not by law exercise any voting rights pertaining to securities entrusted to it.
- Electronic adjustment of entries in the share register of the issuer (online and via remote data transfer).
- Receipt and delivery of physical securities from/to participants concerned.
- Checking of securities deposited against list of lost or stolen securities.
- Transfer of securities by book entry between participants, free of or against payment. (For detailed information see 5.3.5.)
- Automated settlement of stock exchange trades (securities and payments).
- Securities lending and borrowing service.
- Collateral management.
- Communication/Reporting via SWIFT and/or own communication systems.

Cross-border clearing

Under German law, DBC may entrust a foreign central securities depository - and vice versa - with the collective safe custody of securities, provided that both CSDs have established a mutual account relationship which allows cross-border clearing of transactions in securities by book entry (Effektengiroverkehr).

However, certain preconditions must be fulfilled, the most important of which is that the legal position of the depositors is not adversely affected. That is why a mutual account relationship can only be established between central securities depositories which are subject to the supervision of a public or similar authority and if the legal position of the foreign CSD is equal to co-ownership under German law.

DBC has to examine and be accountable for deciding whether the respective foreign safekeeping entity fulfills the above mentioned requirements. This is done on the grounds of a legal expertise requested by DBC respectively.

Deutsche Börse Clearing AG - Global Services (former Deutscher Auslandskassenverein AG (AKV))

In order to link foreign and German securities markets, the Deutscher Auslandskassenverein AG (AKV: International Securities Clearing Center) was established in 1970 with the task of providing services similar to those of DBC with regard to foreign securities, German securities listed neither in the home nor in the host country and foreign central securities depositories which do not meet the conditions for a mutual account relationship. In 1996 AKV and DKV were merged and in 1997 renamed into Deutsche Börse Clearing AG (DBC).

Duties

DBC carries out transfers of foreign securities. These foreign securities are not held in safe custody by DBC. DBC holds them under its own name at one subcustodian in each country which is given a contractual claim to deliver the securities held in a different country.

Original shares of foreign registered securities listed on German stock exchanges, which are kept as cover for the collective bearer certificate, are held by and registered in the name of DBC as the trustee in the country of the home stock exchange. Transactions in such types of foreign securities can then be conducted precisely as if they were domestic securities.

Services

DBC offers its global services for about 40 markets worldwide.

- Processing of the settlement of securities transactions free of or against payment.
- Transfer of securities by book entry amongst its participants.
- Collection of dividends, interest and principal due.
- Conversion of cash amounts.
- DBC assists in exercising or evaluating subscription rights, monitoring timely receipt by customers of instructions for conversion, compensation or takeover offers.
- DBC assists customers, upon application, to exercise voting rights. As

interim custodian, DBC itself may not by law exercise any voting rights pertaining to securities entrusted to it.

- Processing of corporate actions, stock splits, rights issues, etc.
- Nominee for registered foreign shares held by DBC and listed on German stock exchanges.
- Trustee and issuer of German depository receipts for foreign shares listed on German stock exchanges and held by DBC with foreign depositories abroad.
- Communication/Reporting via SWIFT and/or own communication systems.

7 Greece

The Central Securities Depository SA (CSD) was established in February, 1991 as a Société Anonyme with a share capital equal to GRD 1 billion. CSD is the only depository operating in the Greek Market.

The Athens Stock Exchange SA was initially the sole shareholder of the CSD but today holds 38.5% of CSD's share capital with the rest divided among:

- Banks listed on the ASE
- Mutual Funds Companies
- Portfolio Management Companies
- Members of the ASE (Brokerage Firms SA).

The shares of CSD are registered and can only be sold to the above mentioned entities. According to law 1892/1990 the share participation of the ASE is not permitted to fall below 25% of the total share capital. The remaining 75% of the share capital can be distributed among the other categories of shareholders under the term that none of them can possess more than 10% of CSD's share capital.

Central Securities Depository SA is responsible for:

- The clearance and settlement of all transactions relating to registered and bearer shares listed on the ASE. Settlement of bonds, rights issues and shares of Bank of Greece is done on a bilateral basis, between the counterparty brokers.
- The issuance, modification, cancellation and replacement of registered or bearer depository documents (apothetiria egrafa).
- The safekeeping of securities for which depository documents are being issued.
- Any other relevant to the above services.

8 Italy

Clearing House

The Clearing House is a domestic service currently provided by the Banca d'Italia (the Italian Central Bank). The service clears the debit/credit balances arising from transactions between Clearing House participants on a multilateral net basis.

According to TUIF the net clearing and settlement service as well as the gross clearing and settlement service can be managed by a company authorised by the Bank of Italy in agreement with the CONSOB. Monte Titoli S.p.A. has applied for this authorisation as part of its implementation of a real-time delivery versus payment gross settlement system. Monte Titoli's DVP-RTGS is expected to be fully operational in the second half of 1999. The system will be supported by automated securities lending/borrowing facilities as requested by the European Central Bank standards for the use of EU securities.

Eligible members

Authorised intermediaries (investment firms, banks, stockbrokers etc.) can be members of the Clearing House.

Eligible securities

Any tradeable security can be settled through the Clearing House.

Services

- Settlement of purchase/sale of securities.
- Securities transfers free of payment.

Securities transactions executed on the Italian regulated markets (through authorised intermediaries) or over the counter have to be cleared through the Clearing House.

The local Clearing House systems are linked in a network to settle inter-city transactions made between the participants.

Central securities depositories

Central securities management activity is regulated by the TUIF and by the Euro Decree.

The TUIF supplies the regulatory framework of the Italian CSDs' activities while the Euro Decree gives the regulatory rules regarding the dematerialisation of securities and their euro-redenomination.

Presently, there are two central securities depositories in Italy:

- Banca d'Italia
- Monte Titoli.

Banca d'Italia

The Banca d'Italia started operations as a central depository in February 1980. It manages procedures for the centralised administration and book-entry transfer of Government bills and bonds called Conti Accentrati in Titoli (CAT).

Eligible members

Presently, membership of its central depository system is mainly restricted to resident banks, stockbrokers and investment firms. The Banca d'Italia opened an account also in the name of Cedelbank and Euroclear but these accounts can operate only through resident banks appointed by the two ICSDs.

Eligible securities

Government bills and bonds.

Services

- Administration of securities in ordinary accounts.
- Administration of securities in pledgee accounts.
- Collection of principal and interest at maturity.
- Book transfers in the system free of or against payment.
- DVP facilities only for central bank operations.

Monte Titoli S.p.A.

Monte Titoli was created in 1978 as a joint stock company to operate as a central depository. Its ownership is restricted to Banca d'Italia, banks, stockbrokers, SIMs and other members. Banks are the main participants of the Monte Titoli central depository system.

In June 1986, Monte Titoli became a service company.

Since 1994 Monte Titoli has been utilising a disaster recovery system to guarantee continuous operation of electronic data processing.

From October 1998 all bearer or registered securities, whether traded or to be traded upon request on Italian Regulated Markets, are fully dematerialised as well as:

- shares, bonds and warrants issued by companies having other securities listed on Italian Regulated Markets;
- bonds issued for an amount over ITL 300 billion;
- shares, bonds and warrants issued by companies having a net assets of at least ten billion Lira and more than two hundreds of shareholders or bondholders. This category of issuers are included in a special list edited quarterly by the CONSOB.

All the other securities not included in the above mentioned categories can be paper-based or dematerialized upon the issuer's request.

Eligible members

Membership is open to:

- Italian, EU and non-EU banks
- Italian, EU and non-EU investment firms
- Savings management companies for the portfolio management activity regarding their customers
- Authorised stockbrokers
- Issuing companies for their issued securities and for securities issued by their subsidiary companies

- The Banca d'Italia
- EU and non EU central securities depositories
- The clearing and guarantee systems of derivatives and non-derivatives regulated markets; Financial companies for their securities placement activities
- The Italian Post company, Poste Italiane S.p.A.
- The Italian Bank for Deposits and Loans, (Cassa Depositi e Prestiti).

Eligible securities

The following securities are eligible for the system managed by Monte Titoli:

- Shares and all the other risk capital securities tradeable on the capital market; bonds and all the other debt securities tradeable on the capital market
- Units of undertakings for collective investments in transferable securities (UCITS)
- Securities normally traded on the money market
- Any other security normally traded which allows the purchase of the securities indicated in the previous letters as well as Government securities and their relative indexes.

Services

- Centralised administration of securities
- Real time book-entry transfers on a free of payment basis
- Control of securities at the time of deposit to detect forgotten, lost or stolen securities (only for paper-based securities)
- Collection of dividends and other revenues
- Any type of corporate action
- Supervision regarding bond redemptions (through reduction of nominal value of certificates, premature redemptions) and - according to clients' instructions - convertibility periods (for conversion of convertible bonds or warrants into shares)
- Supervision regarding share subscriptions: exercise of rights relevant to capital increases, carrying out of tenders, supervision of convertibility periods.

Monte Titoli is establishing a real-time delivery versus payment gross settlement system (DVP-RTGS) for the domestic markets which is expected to be ready for the second half of 1999. The system will be able to settle cross-border transactions on any type of european security.

Monte Titoli has also planned the implementation of an automatic securities lending/borrowing procedure for the end of 1999.

9 Japan

Clearing organisation and central securities depository.

The Tokyo Stock Exchange (TSE), located in Tokyo nine hours ahead of GMT, is also a clearing organization. The TSE deals with settlements of funds and securities for its own transactions.

For settlements of domestic shares, the TSE opens a settlements account at the Japan Securities Depository Center (JASDEC, the central securities depository of Japan) to make use of its Central Depository and Book Entry Transfer System.

The TSE administers settlements and payments of transactions and entrusts the Japan Securities Clearing Corporation (JSCC, a wholly owned subsidiary of the TSE), with practical aspects of securities settlement.

The TSE is a non-profit organization whose regular members are the securities firms. The TSE is licensed and supervised by the Ministry of Finance and was founded under the provisions of the Japanese Securities and Exchange Law. Its board of directors consists of a president and 27 board members.

Central securities depository Japan Securities Depository Center (JASDEC)

JASDEC, located in Tokyo, is a non-profit organization with funds contributed by domestic and foreign securities companies, banks, trust banks, stock exchanges, securities finance companies, insurance companies etc.

Established in 1984, with the enactment of the 'Law Concerning Central Depository and Book Entry Delivery of Share Certificates and Other Securities', JASDEC was designated as the official agency of custody and transfer of securities under the law by the Ministry of Finance (MOF) and the Ministry of Justice (MOJ) in May 1985. It is supervised by both Ministries and its business plans and budgets must be approved by them in advance.

JASDEC started its custody and transfer services for domestic share certificates in October 1991. The system consists of the shareholders (investors), the participants in JASDEC (securities companies, banks, and etc.), issuing companies, and JASDEC. It has a board of 11 governors. They are representatives of the securities companies, the banks, the trust banks, the regular members of the TSE, other regional stock exchanges, and the issuing companies, as well as a scholar and a lawyer.

Participants

Participants are securities companies, securities finance companies, banks, trust banks, insurance companies, stock exchanges, and JSCC.

Eligibility

Eligible securities are those approved by both MOF and MOJ among corporate securities listed on a stock exchange or registered with the Japan Securities Dealers Association (the self-regulator of the organized OTC market) or the equivalents. In order to handle those securities, JASDEC must receive the consent of the relevant issuing companies.

Services

- Setup and maintenance of ordinary accounts
- Setup and maintenance of pledgee accounts
- Custody

- Settlement and book entry transfers.

Collective custody

The eligible share certificates, which the shareholder entrusts to a participant for custody, are deposited at JASDEC with the consent or request of the shareholder. Upon registration under the name of JASDEC, such share certificates are then held collectively. By request to the participant, the shareholder may withdraw share certificates of the same amount as deposited.

Beneficial shareholders lists

Based on reports received from participants, JASDEC notifies the issuing company of the name, address and number of shares held by each beneficial owner under the system, as of record date.

The issuing company prepares its list of real owners based on this report as well as the conventional register of shareholders, including 'real' shareholders who are not in the JASDEC system. It is, therefore, not necessary for each beneficial shareholder under the system to carry out name registration procedures.

Exercise of shareholders rights

All shareholder rights, such as the receipt of dividends, are exercised according to the real owners list.

Settlement of securities transactions

When shares held in custody are traded or pledged as collateral, such transactions are completed through book entry transfer of ownership of such shares between the concerned participants' accounts at JASDEC, and/or between the customers' accounts maintained by the participants. JASDEC does not deal with payment of funds.

Fees

There is a standardised fee schedule for book entry and safekeeping

Japan Securities Clearing Corporation (JSCC)

JSCC, located in Tokyo, is a wholly owned subsidiary of the TSE. Its operation is entrusted by the TSE. It is directly supervised by the TSE and, therefore, indirectly by MOF. JSCC had been operating as the central depository for the settlement of the transactions of securities listed on the TSE until the Central Depository and Book Entry Transfer System of JASDEC was introduced for domestic shares in October 1991. From that time JASDEC took on settling transactions in the TSE, and also transactions in domestic shares on regional stock exchanges and on the OTC market, which had formerly been cleared by physical deliveries. However, JSCC continues to provide the TSE and some regional stock exchanges with book entry transfer services for the certain securities (See Eligibility).

Since JASDEC is only an administrative body and does not have its own custodial facilities, JSCC has been entrusted by JASDEC with certain operational services such as handling of physical deposits and withdrawals of share certificates deposited by participants in JASDEC. JSCC keeps such domestic shares in its vaults and administers them in trust for JASDEC.

JSCC functions as the agent for the TSE in terms of clearing processing and, at the same time the agent for JASDEC in terms of receiving and delivering physical certificates and for collective safekeeping. JSCC is also a participant in JASDEC and functions as a custodian of foreign central securities depositories/clearing organizations for Japanese shares listed on overseas stock exchanges such as SICOVAM in France, NASE in the Netherlands, and CDP in Singapore.

Participants

Participants are securities companies and securities finance companies.

Eligibility

- Foreign shares listed on the TSE and Osaka Securities Exchange (OSE)
- Certificates of subscription rights listed on the TSE, OSE or the Nagoya Stock Exchange
- Government bonds listed on the TSE
- Convertible bonds listed on the TSE
- Convertible bonds registered on OTC.

Services

- Safekeeping in ordinary accounts
- Safekeeping in pledge accounts for Japan Securities Finance Co.
- Physical deliveries
- Book entry transfers at deposit
- Transfers to and from depository organisations in other countries (e.g. SICOVAM in France)
- Nominee function for foreign shares listed on the TSE
- Standing proxy services for foreign central securities depositories and clearing organisations.

Fees

There is a standardised fee schedule for book entry and safekeeping

Bank of Japan (BOJ)

Three forms of Japanese Government bonds are in circulation; bearer certificate form, book entry form and registered form, upon choice of the bondholder.

BOJ operates the clearing and settling system for book entry bonds. BOJ, as central depository, registers the deposited bonds in its name and demateri-

alizes the certificates. As for registered government bonds, the registrar is BOJ itself. BOJ registers the name of the holder or the designated person on the ledger upon request of the bondholder.

In May 1990, the BOJ-NET Delivery System was introduced for the electronic registration and book entry processing of Japanese Government Bonds.

In April 1994, BOJ introduced a delivery versus payment system for registered and book entry government bonds by upgrading BOJ-NET.

Participants

Banks, securities companies, and other financial institutions that maintain accounts with BOJ.

Eligibility

All government bonds and bills.

Services

- Safekeeping
- Book transfer at depository
- Registrar function
- Payment of interest and principal
- Issuance of certificate of ownership.

Fees

There is a standardized fee schedule for book entry or registration on the BOJ-NET System.

10 Luxembourg

Domestic business

- Most trades are settled via Cedelbank.
- Some trades may be settled, subject to agreement between parties or in accordance with the regulations (mesures d'exécution) of the Luxembourg Stock Exchange, at another financial centre.

Cross-border business

Settled via Cedelbank through its links with international depositories and clearing organisations.

Central securities depository: Cedelbank

Cedelbank is a central securities depository which acts through its depository banks. For a full description of Cedelbank see chapter on the International Securities Market.

11 The Netherlands

AEX-Effectenclearing BV

AEX-Effectenclearing, a wholly owned subsidiary of AEX Clearing & Depository NV, is the Dutch entity responsible for clearing transactions on behalf of AEX-Effectenbeurs seatholders.

AEX-Optieclearing BV

AEX-Optieclearing, a wholly owned subsidiary of AEX Clearing & Depository, is the Dutch entity responsible for clearing transactions on behalf of AEX-Optiebeurs seatholders.

Necigef

Necigef, the Netherlands Central Institute for the Giro Transfer of Securities (Nederlands Centraal Instituut voor Giraal Effectenverkeer BV), is the settlement organisation and Central Securities Depository (CSD) in The Netherlands for all Necigef-eligible securities. It is a wholly owned subsidiary of AEX Clearing & Depository and operates in accordance with the Securities Giro Transfer Act under the supervision of the Minister of Finance.

Its primary role is to operate a securities transfer (book-entry) system for its participants and to handle safekeeping and administration of securities. It also operates the settlement system for the money market and MTNs.

Organisations admitted to Necigef as participants are banks and brokers registered as credit institutions under the Act on the Supervision of Credit Institutions 1992 (and therefore supervised by the central bank). Special participants are the Dutch central bank, the Agency of the Ministry of Finance, Kas-Associatie, AEX-Effectenclearing and AEX-Optieclearing. Several foreign central securities depositories, who have similar objectives and operate under similar legal systems as Necigef, have been admitted with the approval of the Minister of Finance.

Necigef's services include:

- Safekeeping in professional accounts.
- Operating giro securities accounts.
- Operating pledge accounts.
- On-line book-entry transfers, free of payment or against payment in central bank money.
- Continuous on-line inquiry into transaction status.
- On-line statements of movements and positions.
- Collection and distribution of income and principal (in the appropriate currency).
- Random allocation of drawing rights on bonds to participants.

- Other miscellaneous services (including conversions) on behalf of its participants.

NIEC

Netherlands' Inter-professional Securities Centre NIEC (Nederlands Interprofessioneel Effectencentrum NIEC BV), a sister company to Necigef, supplements the services provided by Necigef by operating settlement and custody systems for securities that are not eligible for Necigef.

Kas-Associatie NV

Kas-Associatie is a bank registered as a credit institution under the Act on the Supervision of Credit Institutions 1992. Kas-Associatie settles the cash side of netted AEX-Effectenbeurs transactions (in non-euro currencies). It acts as a Necigef participant on behalf of those AEX-Effectenbeurs seatholders who are not themselves Necigef participants. Besides offering custody services, Kas-Associatie carries out securities settlement for these seatholders. All AEX-Effectenbeurs seatholders have a money account with Kas-Associatie to handle non-euro currency cash movements.

De Nederlandsche Bank NV

De Nederlandsche Bank NV, the Dutch central bank, settles the cash side of all netted AEX-Effectenbeurs transactions in euro. De Nederlandsche Bank NV also settles the cash side of Necigef's DVP (Delivery Versus Payment) service. Payments of income and repayments of principal are also effected through the Dutch central bank.

ASAS Nominee NV

ASAS Servicing Company NV

These two wholly owned AEX-Effectenbeurs subsidiaries provide services for the Amsterdam Security Account System (ASAS).

ASAS Nominee administers a number of foreign shares that are traded on AEX-Effectenbeurs on the same terms as apply in their home countries.

ASAS Servicing Company operates the system for clearing and settling ASAS transactions.

12 Spain

Security clearing and money clearing resulting from all Spanish stock exchange transactions is handled by the Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, a centralised securities clearing organisation.

Eligible members

All Sociedades and Agencias de Valores y Bolsa, banks, savings banks, financial intermediaries, Bank of Spain (Central Bank) and Caja General de Depósi-

tos (official entity for the custody of state securities); and those foreign entities that carry out similar functions to the SCL.

Central securities depositories

The Spanish central securities depository is the Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV), regulated in paragraph 54 of the Spanish Stock Exchange Market Law of July 1988, and by the Royal Decree 116, of February 14, 1992.

The custodian services provided by SCL, in addition to safecustody and clearing, include:

- Corporate actions
- Stock lending.

All the reports and interchange of instructions with clients are backed up by any of the communication means chosen by them, including SWIFT.

Deliveries

Delivery of securities takes place in the electronic balances of the SCLV and in the custodian entities' records.

Settlement of funds is managed by the SCLV, which submits a list of debits and credits to the Central Bank (Banco de España) to be charged against participants' funds accounts on settlement day.

Delivery of securities and payment of funds take place three working days after the trade day.

13 Switzerland

On May 20, 1999, the shareholders of SEGA (the central clearing and depository organisation for domestic securities and foreign issues listed at the Swiss Exchange) and INTERSETTLE (Swiss Corporation for International Securities Settlements, whose major shareholder was SEGA) approved a merger into SIS SEGAINTERSETTLE AG.

At the same time a new holding company (Swiss Financial Services Group AG, domiciled in Zurich) was created which provides an umbrella structure for the reorganised activities and services of the former SEGA and INTERSETTLE. The holding company currently comprises three distinct legal entities:

- SIS SEGAINTERSETTLE AG, the clearing and depository corporation
- SECOM AG, whose purpose is to sell operating licences for the SIS processing system SECOM to interested foreign clearing and depository organisations.
- SAG Aktienregister AG which maintains share registers, offers stock transfer services and organises shareholder meetings for Swiss companies wishing to outsource those administrative tasks.

Clearing organisation and central securities depository.

SIS SEGAINTERSETTLE AG

SIS SEGAINTERSETTLE AG (SIS) is the core operating company wholly owned by Swiss Financial Services Group AG whose shareholders are approximately 160 domestic and foreign financial institutions located in Switzerland. Participation in SIS is open to banks, brokers and financial institutions domiciled in Switzerland or abroad.

SIS is a core component of the highly integrated Swiss financial market infrastructure. It is linked in an online-realtime mode to the Swiss Exchange SWX and to the Swiss National Bank's money transfer systems SIC (Swiss Interbank Clearing). A clone of the SIC payment system (EuroSIC) connects the Swiss banking community via the Swiss Euro Clearing Bank GmbH in Frankfurt to the pan-European money transfer system TARGET. Clean payments in EUR as well as settlement of securities traded against EUR are thus possible in the same efficiency as for transactions in CHF.

Investment instruments eligible for settlement and custody in SIS include a global range of listed and non-listed equities in both bearer and registered form, fixed income securities, mutual funds and derivatives.

SIS provides services in three core areas:

- centralised clearing of securities transactions on a domestic and cross-border level
- centralised safekeeping of domestic and foreign securities and other investment instruments
- custody and asset administration on all investment instruments held.
- The core services are complemented by a range of auxiliary services:
- maintenance of money accounts for its participants in all freely convertible currencies
- collateralised short term credit lines to facilitate securities settlement
- tripartite financing
- collateral management support
- foreign exchange services for transactions connected to the core services
- securities lending and borrowing, with SIS acting as principal
- acting as processing agent for repurchase agreements concluded between the Swiss National Bank and SIS participants
- nominee share registration
- tax reclaims
- automatic dividend compensations/market claims (in house cross-ex compensation)
- dealing in mutual funds, rights, fractional shares and odd-lots on behalf of participants
- various cash projections, planning and reporting facilities
- online-realtime information on the status of pending and settled transactions, account positions, participant and security master file data.

In connection with EUREX (the joint Swiss-German derivatives exchange) SIS maintains special subaccounts to satisfy EUREX margin requirements and to enable delivery against payment transactions in securities underlying EUREX options.

SECOM

SECOM is the securities clearing and settlement system developed, owned and operated by SIS. It has served since 1993 as a common platform for both domestic and international securities transactions.

SECOM is a true multicurrency, RTGS system. The G30/ISSA definition of Delivery Versus Payment is met in all respects. Funds posted to participant accounts are available immediately. SIS participants connect to SECOM either via their own computer to computer link or via MAX (Maximal Access to extended Settlement Services, a PC-based software package developed by SIS). To ensure the security of communication in SECOM, all data transfer is always in authenticated mode with optional data encryption.

14 Sweden

Värdepapperscentralen VPC AB (The Swedish Central Securities Depository).

VPC was started in 1971 as a service institution for central share registration. The company is owned by the state (50%), by Swedish banks and brokers (25%) and by issuers (25%).

The legal monopoly of the VPC to maintain a central register for dematerialised securities was abolished on January 1 1999. The new order, based upon a new act on registration of financial instruments, means that VPC from now on will act as a Central Securities Depository (CSD) due to an authorisation granted by Finansinspektionen (the Financial Supervisory Authority). In 1996 VPC was also authorised as a clearing house under the Act governing Securities Exchanges and Clearing Operations.

Today VPC performs the matching, clearing, settlement and registration of Swedish and foreign dematerialised securities registered in the VPC-system. That includes shares for some 650 companies including all those quoted on the Stockholm Stock Exchange. VPC has the same registration responsibility for more than 1500 bond issues, discount notes, commercial papers, options, warrants and Swedish Depository Receipts (SDR). In addition, some foreign companies have their shares directly registered with VPC.

The VPC-system, for clearing and settlement as well as registration of securities in book-entries, is a real-time system that came into operation in 1989. Legally it is primarily based on the act on registration of financial instruments, which entered into force in January 1999, and the Act governing Securities Exchanges and Clearing Operations as well as agreements drawn up between those actively involved with it, such as banks, securities firms and investors. The act on registration of financial instruments gives a registration on an account the same legal capacity as a holding of corresponding physical securities would have done. The act and agreements between investors, banks and securities firms regulate the right to represent investors in the VPC-system.

Securities issued under the Swedish legislation and registered in the VPC-system are totally dematerialised and no certificates can be issued. The new legislation facilitates registration of foreign immobilised securities, if VPC is convinced that the global note cannot be circulated.

The system is based on registration of investors and their holdings in VPC's registers. The holder's name and address are recorded together with instructions on how dividends are to be transferred etc. The investor's right to

receive dividends and bonus shares, to subscribe rights issues and to vote at general meetings is based on registered information.

Since 1993, the VPC-system has been extended with the addition of functions for handling money market instruments and transactions. Money market instruments such as treasury notes, treasury bills and mortgage bonds are now handled in the system.

As a consequence the VPC-system is now divided into two sections: the money market section for the institutional trading of money market instruments and the equity market section for all other trades, including trades in some debt instruments on the SOX market at OM Stockholm Stock Exchange.

VPC does not act as a central counterparty in its capacity as a clearing house. Nor does VPC itself provide any guarantees for the settlement. VPC only administers the clearing and settlement between direct and indirect clearing members.

Registration in the VPC-system is undertaken by 'account operators' for their own account, or on behalf for investors. VPC determines which entities should have the right to act as account operators. Investors can hold accounts with VPC directly or indirectly through a nominee approved by VPC. In the latter case, the actual registration takes place in the nominee's own register and not in the VPC-system. A nominee is however required to hold an account with VPC in street name and to supply VPC with information regarding the beneficial owners of the securities.

A direct participant at VPC can be either an account operator or a clearing member or both. Pursuant to VPC's rules and regulations, a clearing member that participates in the money market clearing is required to be an account operator.

Transfer of ownership is carried out by book entry. Allocation of bonus shares and rights issues is done in the same way. The account holder is notified of any changes.

An annual statement at the end of the year shows the balance, dividends, interest and rights received during the year.

Both account operators and VPC are liable under the Swedish legislation for errors in the VPC-system, i.e. an investor can claim damages in case of a loss due to such an error.

15 United Kingdom

The three depositories in the United Kingdom are:

CREST (which has a unique role as depository for corporate securities in both the United Kingdom and Ireland); the Central Gilts Office (CGO - for British Government bonds - known as 'gilts' - and certain other bonds denominated in GB pounds); and the Central Money Markets Office (CMO - for money market instruments).

During 1999, the three securities depositories in the United Kingdom will be brought under the management of CRESTCo Ltd, the operator of CREST, with the objective of merging them into a single system. CRESTCo is constituted so as to operate as an industry utility. All participants are eligible to acquire shares in CRESTCo (but are not obliged to do so). CRESTCo carries out a biennial rebalancing exercise to maintain shareholdings in line with usage of the system. The return to shareholders is fixed, with any financial surplus returned to users by way of a rebate on transaction charges. The cur-

rent shareholders represent a broad cross-section of the securities industry, including banks, broker-dealers, registrars and investing institutions. CRESTCo maintains regular contact with its customers through board committees, liaison groups and individual liaison visits.

CREST

CREST provides dematerialised book entry holdings and real-time gross settlement for transfers of United Kingdom and Irish corporate securities (equities and corporate bonds). It settles trades entered into on the London Stock Exchange, Irish Stock Exchange and Tradepoint Stock Exchange, as well as over-the-counter and off-market transactions. CREST started operating in July 1996. CREST provides all the services conventionally associated with a depository, providing the means of holding securities and transferring them against payment, receiving benefits and executing optional corporate actions. However, it is not a depository in the traditional sense, since securities within CREST are registered in the names of participants. CRESTCo itself never has any form of ownership of the securities or cash in the system.

There are two levels of participation in CREST:

A user is the entity that sends and receives electronic communications to or from CREST. All communication with CREST must be made across one of the two accredited CREST networks, operated by SWIFT and Syntegra (a division of British Telecommunications). These networks must meet the high standards for security and resilience set by CRESTCo. (The SWIFT network used for CREST communications is distinct from the standard FIN network, though it can operate through the same gateway.) All messages are required to be authenticated to the high standard of security specified by CRESTCo. A member is the entity that holds and transfers securities within the system and makes and receives payments. The member is the legal owner of the securities, whose name appears on the register maintained by or for the issuer. The name of the beneficial owner of a security appears on the issuer's register only where the beneficial owner is itself a CREST member. There is no restriction on the type or nationality of entity that may be a member of CREST. Members include custodian banks, broker-dealers, nominee companies, investing institutions and private individuals.

A member can operate any number of member accounts, which are reflected on the register. Member accounts may be used to segregate holdings in whatever way the member chooses, for example, to segregate client and principal positions, taxable and tax-exempt clients or to segregate individual clients' positions.

A user can send and receive messages on behalf of any number of members. Where the member and user are different entities, the member is described as being 'sponsored' by the user.

CREST provides facilities for delivering securities against or free of payment. Payment can be made in British pounds, US dollars and euros through the assured payment mechanism. CREST also provides facilities for stock lending and repos (including daily revaluation of outstanding loans, daily adjustment of collateral and return of the stock), movement of collateral and the processing of corporate events. Through the CREST Courier and Sorting Service (CCSS) it is possible for certificated holdings of securities to be delivered into CREST for electronic settlement or for securities received as the result of electronic settlement to be withdrawn in certificated form.

CREST calculates and collects any Stamp Duty Reserve Tax liabilities, enabling participants to obtain any reliefs from the tax for which they are eligible. CREST also passes transaction reporting data to exchanges and regulatory bodies on behalf of its participants.

Central Gilts Office (CGO)

CGO was established in 1986 when the gilt-edged market was restructured. It provides dematerialised book entry holdings and transfers of gilt-edged securities and certain bulldog bonds in real time against assured payments. The system was modernised in 1997 using a copy of the CREST software. Its operation and functionality is therefore very similar to that of CREST, described above. In addition, CGO provides facilities for stripping and reconstituting bonds. Electronic communication with CGO uses the two CREST network providers. Physical deposits and withdrawals of securities use the CCSS (see above).

In the first half of 1999 responsibility for the management of CGO will be transferred from the Bank of England to CRESTCo. CGO will, however, continue to be operated by the Bank of England as a separate system under CRESTCo's management. In the second quarter of 2000 the settlement of the securities currently settled in CGO will be transferred into CREST, creating a unified system for all United Kingdom securities.

Central Moneymarkets Office (CMO)

CMO provides two discrete (but operationally identical) book entry transfer systems: one for the settlement of short dated GBP instruments against payment in GBP and the other for the settlement of short dated euro instruments against payment in euro. Instruments include:

- Treasury bills
- Certificates of deposit
- Commercial paper
- Bank-accepted bills
- Local authority bills
- Trade bills.

With the exception of certificates of deposit, instruments transferred through CMO must be evidenced by physical paper, for which CMO provides a central depository. Another difference between instruments in CMO and those in CGO and CREST is that CMO instruments are negotiable, bearer instruments and, as such, are non-fungible. In other words, each instrument is separately identifiable from others with identical economic characteristics.

Responsibility for the management of CMO will be transferred from the Bank of England to CRESTCo during 1999. The intention over time is to transfer settlement of the instruments settled in CMO into CREST. The depository for CMO instruments will continue to be provided by the Bank of England for the foreseeable future.

Members of CMO input their deliveries to terminals linked to a central computer system via the London Stock Exchange's integrated data network. This network will be replaced with a proprietary network in 1999.

Accepted instructions result in the book entry transfer of stock between members' accounts. Each member must use a settlement bank who will (sub-

ject to credit approval) issue an end of day net payment in respect of that member's net cash obligation to the market.

The CMO also provides facilities for the pledging of stock as collateral in respect of both stock lending and secured bank lending.

Members include:

- Settlement banks
- Custodians
- Discount brokers
- Money brokers
- International banks.

Many institutions and international banks are indirect participants, accessing the CMO through a direct member.

London Clearing House (LCH)

LCH acts as central counterparty for contracts traded on LIFFE, IPE, the LME and Tradepoint. Its role in the derivatives markets is described in sections 4.3 and 4.4.

16 United States

There are several key market rules relating to clearance and settlement through qualified clearing agencies:

NYSE Rule 132

This rule defines the requirement of every NYSE member which becomes party to a contract to compare and settle through a fully-interfaced qualified clearing agency (i.e. in practice, the National Securities Clearing Corporation).

Amex Constitution Article X.2

This rule requires that in every exchange contract, delivery and payment must be made through NSCC, except those involving options, which clear through the Options Clearing Corporation.

NASD Schedule D Part VI, Sec. 7

This rule requires all Nasdaq market makers within 25 miles of a registered clearing agency to clear and settle transactions through such an agency. The rule further requires transactions from the Small Order Execution System (SOES) and SelectNet electronic trading system to be cleared through a registered clearing agency using Continuous Net Settlement (CNS), a centralised, automated processing system for clearance and settlement of security transactions.

MSRB Rule G-12

Similar to NYSE Rule 132, this rule requires municipal bond brokers and dealers to compare and settle their contracts through a qualified clearing agency.

NYSE Rule 387, Amex Rule 423, NASD Uniform Practice Code Sec. 64, and MSRB Rule G-15

These rules require their broker members, as a condition of accepting a client's order and agreeing to allow the Cash-on-Delivery privilege, to use the facilities of a securities depository for electronic trade confirmation to the client or the client's agent and book-entry settlement.

Clearing corporations act as a medium through which brokers, dealers and other financial intermediaries account for their transactions with each other and through which settlements may take place.

The central clearing corporation in the US handling corporate securities is the National Securities Clearing Corporation (NSCC).

Other specialised clearing agencies are:

- International Securities Clearing Corporation (ISCC)
- Government Securities Clearing Corporation (GSCC)
- Mortgage-Backed Securities Clearing Corporation (MBSCC)
- Emerging Markets Clearing Corporation (EMCC)
- The Options Clearing Corporation (OCC).

National Securities Clearing Corporation (NSCC)

The NSCC was established in 1976, and provides centralised clearance, settlement and information services to brokers, dealers, dealer and clearing banks, mutual funds, and other financial institutions.

The NSCC complex also includes: Government Securities Clearing Corporation (GSCC), an NSCC affiliate, provides clearance, settlement and information services to brokers, dealers and banks trading in government securities. Mortgage-Backed Securities Clearing Corporation (MBSCC), an NSCC affiliate, is the market's sole provider of trade comparison and settlement services for mortgage-backed securities. Emerging Markets Clearing Corporation (EMCC), an NSCC affiliate, provides trade matching, clearance, settlement and risk management services for global dealers, interdealer brokers and correspondent clearing firms involved in emerging markets debt instruments. International Securities Clearing Corporation (ISCC), a wholly-owned subsidiary of NSCC, provides clearance, settlement and information services to US brokers trading in overseas markets.

NSCC is a registered clearing agency with the SEC and owned jointly by the NYSE and Amex, and the National Association of Securities Dealers, Inc. (NASD).

Any registered broker, dealer, bank or trust company, registered investment company, insurance carrier, or other entity whose business would benefit directly from NSCC's services is qualified to become a member provided that it meets certain financial and operational requirements. Prospective participants are presented to NSCC's Membership Committee of the Board of Directors for approval.

Eligible securities

- NYSE and Amex equities and corporate bonds
- Nasdaq and over-the-counter equities
- Over-the-counter corporate bonds

- American Depositary Receipts (ADRs)
- Municipal bonds
- Unit Investment Trusts (UITs)
- Mutual funds
- Index warrants
- Country Funds and other closed-end funds.

Services

NSCC provides a wide range of services, including the following:

- Equity and fixed income trade comparison and recording services
- Automated clearance and settlement
- Linkage to depository book-entry delivery systems
- Data transmission facilities and software
- Physical security, processing and delivery
- Corporate action processing
- Mutual fund transaction processing
- And ancillary services as well as annuity processing services (APS).

Core services are:

- Automated Customer Account Transfer Service (ACATS)
- Archival Microfiche
- Collateral Management Service (CMS)
- Continuous Net Settlement (CNS) System
- Correspondent Clearing Service
- Fixed Income Transaction System (FITS)
- The Fully-Paid-For Account
- ID/CNS Interface for Prime Broker
- PC Web Direct
- Reconfirmation and Pricing Service (RECAPS)
- Stock Borrow Program
- Commission Billing for Listed Equities
- Dividend Settlement Service (DSS)
- Envelope Settlement Service/Intercity Envelope Settlement Service (ESS/IESS)
- Funds Only Settlement Service (FOSS)
- Same-Day Funds Settlement.

Mutual Fund services are:

- ACATS-Fund/SERV Interface
- Commission Settlement and Global Update Service
- Defined Contribution Clearance & Settlement (DCC+S)
- Fund/SERV
- Mutual Fund Profile Service
- Networking
- Transfer of Retirement Assets Service (ToRA)
- Underwriting and Tender Offers Through Fund/SERV.

Annuity service:

- Annuity Processing Service (APS).

Government Securities Clearing Corporation (GSCC)

Government Securities Clearing Corporation (GSCC), established in 1986, is a participant-owned organisation that ensures the orderly and efficient settlement of trades in the US Government securities marketplace.

An affiliate of National Securities Clearing Corporation (NSCC), GSCC provides centralised, automated trade comparison, netting and settlement services for Treasury bills, bonds and notes, as well as for zero-coupon and non-mortgage-backed agency securities.

Guided by a user-nominated and user-elected board, GSCC brings operational and risk management benefits and protection to the market's most active and influential participants.

Eligible participants

Those eligible to participate as members of GSCC include dealers in government securities, primary dealers, inter-dealer Government brokers, insurance companies, registered investment companies and banks.

Services

GSCC provides highly automated comparison and multilateral netting services for participants trading in the US Government securities marketplace.

The Executing Firm process allows non-member firms that clear through GSCC participants to access GSCC comparison and netting services.

Yield-to-Price is a service that provides one-step processing of when-issued Treasury notes and bonds, converting yield trades into priced trades on submission.

GSCC extended its reach by instituting rule changes that have established various new membership categories for netting including a recent rule filing to admit foreign members.

GSCC's Trade Comparison and Netting and Settlement Service have been enhanced to accommodate repurchase and reverse repurchase agreements (repos). The comparison service reduces the uncertainty and inefficiency associated with the manual confirmation procedures of repos, through the substitution of electronic confirmations for physical paper. Confirmations generated by comparison processing constitute binding and enforceable contracts for compared repo transactions.

The Netting and Settlement Service provides participants with a centralised, automated netting and settlement for the maturity of the repos (close legs) overnight and term repos, moreover GSCC can net and settle the initiation of the repos (start legs), if a participant submits all transaction details prior to start date.

The netting and settlement system nets repos along with each participant's other trading activity, including buy/sell and auction purchases. GSCC guarantees settlement for all transactions that are netted. In addition to its existing risk management strategy, GSCC has developed specific policies and procedures to mitigate the risk associated with repo transactions.

Mortgage-Backed Securities Clearing Corporation (MBSCC)

MBSCC was established in 1979 as the sole provider, in the US, of trade clearing services to the MBS primary and secondary markets. Rules and policies are established by a Board of Directors selected from the industry. The focus of MBSCC is directed by the needs of its participants and the ever-changing marketplace. As a result of changes experienced in 1995, MBSCC is now owned by its participants as well as affiliated with National Securities Clearing Corporation (NSCC).

Eligible participants

Participants are dealers, interdealer brokers, investment companies, insurance companies and MBS originators. Participants are active in the mortgage-backed securities primary and secondary forward markets for various mortgage-backed securities programmes of Government National Mortgage Association (GNMA), Federal National Mortgage Association (FNMA) and Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC).

Services

MBSCC provides a full range of Clearing and Pool Notification Services to the mortgage-backed securities industry. Through its clearing system, MBSCC provides centralised automated trade comparison, risk management and settlement services for mortgage-backed securities. The Electronic Pool Notification (EPN) system offers an automated solution to the manually intensive fax and phone pool notification process.

Trade comparison

MBSCC provides two-sided comparison matching of trade details between participants, eliminating the need for contra-sides to exchange confirms and commitment letters. The resulting Purchase and Sale Report, generated by the MBSCC, is a recognised and accepted confirmation among all participants. Once a trade is compared, it receives margin protection and becomes eligible for settlement services.

Risk management

MBSCC has proven safeguards and controls to minimise contra-side non-performance risk which qualify and conform to established recognised guidelines. The basis for all safeguards is MBSCC's participant fund, comprised of approved forms of collateral equal to a uniform minimum and 130% of each participant's accumulated mark-to-market net losses. Each participant may satisfy daily margin requirements with a letter of credit issued by an approved bank or trust company, cash, certain securities, or any combination of these.

Settlement

Two separate settlement systems are maintained by MBSCC, that is, the Settlement Balance Order (SBO) and Trade-for-Trade (T/T). The SBO system nets like trade terms, buys against sells, to the least possible number of settlement obligations regardless of original contra-side identity. SBO is available

for most mortgage-backed securities that are subject to the Bond Market Association Good Delivery Guidelines. For those exceptional trades not eligible for SBO processing, the T/T option requires trades to settle individually, as contracted, between buyer and seller. For both settlement procedures, comparison and margin protection are available.

Electronic pool notification (EPN)

EPN was introduced in 1995 for the purpose of replacing the manually intensive and error-prone phone and fax method of pool notification. With the advent of EPN, users may now send electronic messages and effect delivery upon recipients.

Unlike the phone and fax methods of communication, whereby billions of dollars in fails have been incurred as a result of staffing and other limitations of this methodology, EPN standardises 'good delivery' procedures independent of the recipient's retrieval of the message. As a result, historically high fail costs are dramatically reduced.

Emerging Markets Clearing Corporation (EMCC)

The EMCC was established in 1997, and is owned by firms active in emerging markets debt instruments. EMCC is a US-registered clearing agency and is also a recognised clearing house by the Securities and Futures Authority (SFA) in the UK.

An affiliate of NSCC, EMCC provides trade matching, clearance, settlement and risk management services to global dealers, interdealer brokers and correspondent clearing firms involved in emerging markets debt instruments. EMCC provides post-trade services for USD denominated Brady Bonds, as well as, a number of emerging market Sovereign bonds. The clearing corporation plans to eventually clear a broader range of emerging markets sovereign Eurobond instruments, possibly including repurchase agreement transactions. Initially set up to settle transactions on a trade-for-trade basis, EMCC plans to provide settlement netting in late 1998.

EMCC membership is open to global dealers, interdealer brokers, and correspondent clearing firms involved in emerging markets debt instruments that meet eligibility requirements.

EMCC offers participants dealing in emerging markets debt instruments a range of operational and risk-related benefits:

- Guarantees on trade date the ultimate settlement of accepted transactions, reducing counterparty risk.
- Calculates exposures and collects collateral to secure those exposures.
- Strengthens the post trade settlement chain by linking trade matching to settlement.
- Insulates the clearing process from an over-dependence on commercial clearers.
- Reduces costs and increases efficiency through standardisation and centralisation.

Emerging markets debt trades executed by EMCC participants are compared by a designated trade matching system and transmitted to EMCC. Trades are then evaluated for eligibility, which is determined based on various criteria. Accepted transactions are guaranteed by the clearing corporation and

reported to members on an Accepted Trade Report. EMCC then calculates appropriate margin requirements daily, based upon existing positions as well as new trades, issues margin calls as appropriate and collects and manages the resulting collateral. EMCC also transmits settlement instructions to Euroclear or Cedel, which complete the settlement process on behalf of all EMCC member firms.

EMCC is guided by a board of directors who represent shareholders in the clearing corporation.

International Securities Clearing Corporation (ISCC) The Options Clearing Corporation (OCC)

In April 1973, the OCC was founded as a clearing organisation for the Chicago Board of Options Exchange. In 1975, OCC adopted its current name and structure. It is the common clearing facility for all US exchanges' trading negotiable options.

OCC is the largest clearing corporation in the world for financial derivative instruments. OCC issues and clears options on several types of underlying common stocks, foreign exchange, stock indexes, US Treasury securities and interest rate composites. OCC's clearing membership consists of approximately 150 of the largest US broker/dealers and non-US securities firms, representing both professional traders and public customers.

OCC stands behind every trade in listed securities options in the United States and is the only clearing house worldwide to have received an 'AAA' credit rating from Standard & Poor's Corporation. The 'AAA' rating relates to OCC's capacity to fulfil its obligations as counterparty for options trades.