



Ot.prp. nr. 39

(2001-2002)

Om lov om registrering av finansielle
instrumenter (verdipapirregisterloven)

*Tilråding fra Finansdepartementet av 8. mars 2002,
godkjent i statsråd samme dag.
(Regjeringen Bondevik II)*

1 Proposisjonens hovedinnhold

1.1 Innledning

Finansdepartementet fremmer i denne proposisjonen forslag til ny lov om registrering av finansielle instrumenter (verdipapirregisterloven). Lovforslaget bygger på Verdipapirsentrallovutvalgets innstilling som er trykket som NOU 2000: 10. Lovforslaget vil erstatte lov 14. juni 1985 nr. 62 om Verdipapirsentral (verdipapirsentralloven).

Verdipapirmarkedets hovedoppgave er å formidle kreditt og egenkapital. Dette bidrar til kapitaloppbyggingen i samfunnet, og til at kapitalen kanaliseres dit den kaster mest av seg. Et effektivt verdipapirmarked bidrar til økt effektivitet i fordelingen av samfunnets ressurser. Verdipapirmarkedet kan bare virke etter hensikten hvis deltakerne har tillit til måten det fungerer på. Dette har betydning i flere retninger. For det første er det viktig med generelle handelsregler som skaper tillit til prisfastsettelsen i markedet og hensiktsmessige virksomhetsregler som innebærer at verdipapirforetak (mellommenn) har tilstrekkelig integritet og uavhengighet slik at kundenes interesser ivaretas på en betryggende måte. Slike handels- og virksomhetsregler finnes i verdipapirhandelsoven. Det er også viktig med hensiktsmessige regler om organiseringen av markedsplassen for finansielle instrumenter (dvs børser og autoriserte markedsplasser). Slike regler er gitt i børsoven. Videre er det av sentral betydning at investorene faktisk får levert de finansielle instrumentene som er ervervet på markedsplassen, og at andre ikke kan kreve rett til de samme instrumentene i ettertid. I betalingssystemloven er det gitt regler om oppgjør av verdipapirhandler. I verdipapirsentralloven er det gitt regler om registrering av finansielle instrumenter og rettigheter til slike.

Etter gjeldende regler er Verdipapirsentralen (VPS) gitt et lovfestet monopol til å drive et rettighetsregister for finansielle instrumenter med de virkninger som er fastsatt i lov. Et slikt rettighetsregister er av særlig betydning i Norge, siden finansielle instrumenter normalt ikke lenger eksisterer i fysisk form (som aksjebrev mv.), men kun som registreringer i VPS. En ny lov om verdipapirregistrering kan derfor ha stor samfunnsøkonomisk betydning.

1.2 Lovens formål og virkeområde

Lovens formål er å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv registrering av finansielle instrumenter og rettigheter til slike. Det anses verken nødvendig eller hensiktsmessig med en lovbestemmelse om lovens stedlige eller saklige virkeområde.

1.3 Enerett, konsesjon og organisasjonsform

I lovforslaget foreslås å erstatte VPS' lovfestede monopol med et konsesjonskrav. Etter departementets syn vil opphevelse av monopolet kunne legge til

rette for mer effektive løsninger enn i dag, og konsesjonskravet vil kunne bidra til at registeret fungerer på en tilstrekkelig sikker måte. Konsesjonskravet vil utløses av registrering av finansielle instrumenter med de rettsvirkninger som følger av loven. Konsesjonsmyndigheten foreslås lagt til Finansdepartementet. Det foreslås innført en saksbehandlingsfrist på seks måneder.

Verdipapirsentralen er i dag organisert som en selveiende stiftelse. Departementet foreslår at foretak som gis konsesjon som verdipapirregister i utgangspunktet skal organiseres som et allmennaksjeselskap. Denne selskapsformen har vist seg å gi mulighet for effektive beslutningsprosesser og fleksibel ledelse, samtidig som den gir kreditorer et visst vern. Allmennaksjeselskapsformen vil også kunne legge til rette for eventuell integrasjon med andre deler av verdipapirkjeden. Det vises til at verdipapirregistre i Sverige og Danmark er organisert som aksjeselskap. I forslaget er det lagt opp til at de alminnelige reglene i allmennaksjeloven om organer, ledelse, vedtekter, kapitalkrav mv. i størst mulig grad skal gjelde for verdipapirregistre organisert som allmennaksjeselskap.

Det foreslås å gjøre et unntak fra kravet om allmennaksjeselskap for verdipapirregistre som er etablert i en annen EØS-stat. Slike foretak vil imidlertid på vanlig måte måtte ha konsesjon fra norske myndigheter.

1.4 Virksomhets- og eierbegrensninger

I forslaget legges det opp til at et verdipapirregister med konsesjon bare skal kunne drive virksomhet som har naturlig sammenheng med registervirksomheten. Dette innebærer at annen konsesjonspliktig virksomhet (som f.eks. børsvirksomhet) ikke skal kunne drives i samme foretak som et verdipapirregister. Det foreslås imidlertid ikke et generelt forbud mot at et verdipapirregister har eierinteresser i andre foretak (herunder andre foretak i verdipapirkjeden), med mindre eierinteressene kan svekke registerets integritet og uavhengige stilling.

Det foreslås at ingen i utgangspunktet skal kunne eie mer enn 10 pst. av aksjene i et verdipapirregister. Dette skal bl.a. sikre registerets uavhengighet og motvirke eventuelle interessekonflikter. Det foreslås imidlertid en dispensasjonshjemmel. Tilsvarende eierbegrensningsregler gjelder for børs.

1.5 Rett og plikt til registrering

Registrering i et register vil kunne effektivisere forvaltningen og omsetningen av finansielle instrumenter, og disse fordelene bør etter departementets syn i størst mulig grad være tilgjengelige for alle typer finansielle instrumenter. I forslaget legges det derfor opp til at samtlige finansielle instrumenter i utgangspunktet skal kunne registreres. Departementet skal imidlertid i særskilte tilfeller begrense registreringsretten. Videre åpnes det for at andre formuesobjekter enn finansielle instrumenter skal kunne registreres etter nærmere regler gitt av departementet.

I enkelte tilfeller vil utstedere og investorer ikke ønske å registrere de finansielle instrumentene. Det foreligger imidlertid offentlige hensyn som tilsier registreringsplikt i visse situasjoner. Slike offentlige hensyn kan bl.a. være skattekontroll- og tilsynshensyn. I forslaget foreslås å videreføre regis-

treringsplikt for aksjer i norske allmennaksjeselskaper og for norske ihendehaverobligasjoner. Det foreslås imidlertid å oppheve registreringsplikt for derivater og utenlandske aksjer som er børsnoterte i Norge.

1.6 Forvalterregistrering

Etter gjeldende regler har utenlandske investorer adgang til å registrere sin beholdning av finansielle instrumenter på en konto som står i en annens navn (en sk. forvalter). Norske investorer har ikke en slik mulighet. I andre land er det vanlig å tillate forvalterregistrering.

I forslaget åpnes det for forvalterregistrering av obligasjoner, derivater og andeler i verdipapirfond. Det foreslås imidlertid å videreføre gjeldende forbud mot forvalterregistrering av aksjer (for norske investorer). Departementet tar sikte på å iverksette en nærmere utredning av de ulike hensyn som taler for og i mot forvalterregistrering av aksjer.

I lys av at det foreslås en viss utvidelse av adgangen til forvalterregistrering, foreslås strengere regler om hvem som kan opptre som forvalter, forvalters opplysningsplikt og hvilke sanksjoner en skal kunne anvende overfor forvaltere som ikke oppfyller sine forpliktelser.

1.7 Innføring og registrering i et verdipapirregister

Den nærmere utforming av regler for registerets virksomhet vil i stor grad avhenge av tekniske løsninger og de til enhver tid gjeldende strukturer i markedet. Dette er forhold som vil være i kontinuerlig utvikling. Det foreslås derfor at verdipapirregistre i større grad enn i dag selv bør kunne fastsette de nærmere regler om registreringsvirksomheten, og at loven kun bør angi de mest grunnleggende regler.

Det foreslås å lovfeste at det er utsteder som skal treffe beslutningen om instrumentene skal registreres, og eventuelt hvilket register de skal registreres i. Registeret vil etter forslaget ha begrenset adgang til å nekte en utsteder å registrere sine instrumenter.

Det legges i forslaget opp til at departementet skal kunne gi forskrifter om registerets nærmere innhold.

Det foreslås ingen særskilte regler om registeret (som VPS i dag) skal måtte benytte kontoførere.

En investor vil være avhengig av å kunne opprette en konto i et verdipapirregister for å kunne erverve finansielle instrumenter. Det foreslås derfor å lovfeste en kontraheringsplikt for registeret i forhold til investor.

Dersom det oppstår tvist ved registrering, foreslås at registeret ikke skal måtte ta stilling til de underliggende rettsforhold tvisten reiser.

Det foreslås at investor og registeret i stor grad skal kunne avtale hvor ofte investor skal motta oversikter over investors beholdning av finansielle instrumenter.

Siden et register etter omstendighetene vil kunne oppnå en viss markeds-makt, foreslås det å gi departementet hjemmel til å gi regler om det vederlag registeret skal kunne kreve for sine tjenester.

1.8 Rettsvirkninger av registrering

Et av de sentrale formålene med registrering i et verdipapirregister, er å oppnå rettsvern for ulike transaksjoner. I forslaget foreslås rettsvernsregler som bygger på tradisjonelle grunnsetninger i norsk tingsrett. Dette innebærer at den som først har anmeldt en rettighet i registeret, skal vinne rett i forhold til en kolliderende rettighet (herunder kreditor krav) som anmeldes i registeret på et senere tidspunkt. Av hensyn til de ulike tekniske forhold som gjør seg gjeldende, foreslås imidlertid at registeret skal kunne fastsette regler for når slik »anmeldelse» skal anses for å ha skjedd. Slike regler skal godkjennes av departementet.

1.9 Taushetsplikt og innsynsrett

I likhet med gjeldende rett foreslås å begrense offentlighetens innsynsrett i et verdipapirregister.

Ansatte ved et slikt register bør i utgangspunktet underlegges taushetsplikt, men det foreslås i likhet med gjeldende rett å gjøre unntak fra taushetsplikten (og dermed åpne for innsyn) i tilfeller hvor noen med hjemmel i lov har krav på registrerte opplysninger. Dette vil særlig få betydning for offentlige institusjoner med et tilsyns- og kontrollansvar.

1.10 Erstatningsansvar

Det foreslås å lovfeste et erstatningsansvar for verdipapirregistre dersom det oppstår et økonomisk tap hos noen som følge av en feil innenfor registerets kontroll (sk. kontrollansvar), i den grad feilen har tilknytning til registreringsvirksomheten. Av hensyn til de store beløp som håndteres i et register, foreslås å begrense dette ansvaret oppad til 500 millioner kroner.

1.11 Klage over registrering

I forslaget legges det opp til at registeret skal pålegges å opprette en uavhengig klagenemd. Dette synes viktig for å sikre tilliten til registeret. Kredittilsynet skal føre tilsyn med klageordningen.

1.12 Avvikling

Verdipapirregistre innehar en viktig funksjon i verdipapirmarkedet. Det foreslås derfor særregler for slike situasjoner. Det foreslås at avvikling av registre i hovedsak skal skje etter reglene om offentlig administrasjon i banksikringsloven.

1.13 Tilsyn med verdipapirregistre

Departementet foreslår at verdipapirregistre skal underlegges tilsyn av Kredittilsynet. De ordinære tilsynsregler i tilsynsloven vil få anvendelse. I tillegg

foreslås enkelte særregler spesielt utformet med tanke på tilsyn med verdipapirregistre.

1.14 Omdannelse

Som nevnt vil VPS måtte omdanne seg til allmennaksjeselskap. Omdanning foreslås å skulle skje ved at registerets eiendeler og forpliktelser overføres til et nystiftet allmennaksjeselskap. Aksjene skal legges ut for offentlig salg til høystbydende. Formuen som oppstår ved salget av aksjene skal dels overføres et finansmarkedsfond, og dels til staten. Den selveiende stiftelsen VPS avvikles.

1.15 Enkelte endringer i verdipapirhandelloven

Det foreslås å endre definisjonen av oppgjørsvirksomhet i verdipapirhandelloven, slik at også oppgjørsvirksomhet i tilknytning til aksjer vil utløse konseksjonsplikt. Forslaget er basert på et forslag fra Norsk Oppgjørssentral (NOS).

Videre foreslås å senke grensen for når «flaggeplikten» ved erverv av aksjer i et børsnotert selskap inntreer. I dag inntreer den første flaggeplikten overfor børsen ved erverv av 10 pst. Det foreslås å senke denne grensen til 5 pst. Forslaget er basert på et forslag fra Oslo Børs.

2 Bakgrunn for lovforslaget

Verdipapirsentrallovutvalget ble oppnevnt ved kongelig resolusjon 11. desember 1998. 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 tilsvarer 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 hadde følgende medlemmer (titler og arbeidsgiver er angitt for oppnevningstidspunktet):

- Amanuensis Trygve Bergsåker (leder)
- Avdelingsdirektør Cecilie Ask (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.

Verdipapirsentrallovutvalget avga sin innstilling til Finansdepartementet 28. april 2000. Utredningen er trykket som NOU 2000: 10 Lov om registrering av finansielle instrumenter.

Lovutvalgets utredninger ble sendt på høring ved Finansdepartementets brev av 23. juni 2000. Høringsfristen ble satt til 23. september 2000. Følgende høringsinstanser har hatt merknader til utvalgets utredning:

- Arbeids- og administrasjonsdepartementet
- Datatilsynet
- Finansnæringens Hovedorganisasjon
- Justisdepartementet
- Konkurransetilsynet
- Kredittilsynet
- Landsorganisasjonen i Norge
- Norges Bank
- Norges Fondsmeglerforbund
- Norsk Oppgjørssentral
- Nærings- og handelsdepartementet
- Næringslivets Hovedorganisasjon
- Oslo Børs
- Skattedirektoratet
- Sparebankforeningen
- Statistisk sentralbyrå
- Utenriksdepartementet
- Verdipapirfondenes Forening
- Verdipapirsentralen
- Økokrim

Følgende instanser har opplyst at de ikke har merknader til utredningen:

- Akademikerne
- Barne- og familiedepartementet
- Brønnøysundregistrene
- Fiskeridepartementet
- Forbrukerrådet
- Forsvarsdepartementet
- Handels- og Servicenæringens Hovedorganisasjon
- Kirke-, utdannings- og forskningsdepartementet
- Kommunal- og regionaldepartementet
- Landbruksdepartementet
- Landslaget for Regnskapskonsulenter
- Miljøverndepartementet
- Norges Eiendomsmeglersforbund
- Regjeringsadvokaten
- Riksadvokaten
- Sosial- og helsedepartementet

3 Lovens formål og virkeområde

Utvalgets forslag

Utvalget foreslår en regel om lovens saklige virkeområde, jf. utkastet § 1-1. Det foreslås at loven skal regulere «registrering av finansielle instrumenter i et rettighetsregister med virkninger som bestemt i denne lov». Utvalget legger til grunn at loven ikke vil være til hinder for at det etableres registre uten slike rettsvirkninger, jf. NOU 2000: 10 s. 169. Utvalget foreslår ingen regel om lovens stedlige virkeområde.

Utvalget foreslår heller ingen regel om lovens formål.

Høringsinstansenes merknader

Norges Fondsmeglerforbund mener det saklige virkeområdet er noe upresist utformet, og det vises til at loven også regulerer organisering av registervirksomhet.

Kredittilsynet reiser spørsmål ved om lovens stedlige virkeområde bør angis, og uttaler:

«Det vises til at det, dersom det i fremtiden skjer en internasjonal integrering av rettighetsregistrering, og med den teknologiske utvikling innenfor dette området, vil kunne oppstå tvil om hvor registreringsvirksomheten finner sted. En måte å løse dette på, er å angi det stedlige virkeområdet til Norge, ved å tilføye dette i forslaget § 1-1, samt å innføre en hjemmel for departementet til å gi nærmere regler om lovens stedlige virkeområde.

På den annen side innebærer lovforslaget at det kun er i den utstrekning et register ønsker å kunne tilby de rettsvirkninger som fremgår av lovforslaget, at lovens bestemmelser kommer til anvendelse. I såfall vil det antakelig ikke være noe behov for angivelse av stedlig virkeområde.»

Ingen andre høringsinstanser har hatt merknader til utvalgets forslag.

Departementets vurdering

Departementet viser til at lovens saklige virkeområde vil fremgå av de enkelte bestemmelser om konsesjonspliktig virksomhet, organisering av virksomheten mv., og at en generell lovregel om saklig virkeområde bare vil ha en informativ funksjon. Etter departementets syn er for øvrig utvalgets forslag til saklig virkeområde noe snevert i forhold til de ulike forhold som vil reguleres i loven. Departementet finner det derfor verken nødvendig eller hensiktsmessig med en lovregel om lovens saklige virkeområde. Det vises for øvrig til at lov 17. november 2000 nr. 80 om børsvirksomhet m.m. (børsloven) ikke inneholder en lovregel om lovens saklige virkeområde.

Et annet spørsmål er om det bør inntas en lovregel om lovens stedlige virkeområde. Det er vanlig å innta en lovregel om stedlig virkeområde i lover som pålegger konsesjonsplikt for en viss type virksomhet, se for eksempel børsloven § 1-2. Et spesielt trekk ved det foreliggende lovforslaget er imidlertid at utøvelse av registreringsvirksomhet i seg selv ikke vil utløse konsesjons-

plikt. Konesjonsplikt inntre bare dersom foretaket ønsker å drive registreringsvirksomhet med de særskilte rettsvirkninger som følger av loven. Det vises i den forbindelse til at utenlandske «registerforetak» i utgangspunktet vil kunne etablere seg i Norge eller yte grensekryssende registreringstjenester inn i Norge, uten at foretaket vil måtte søke om særskilt tillatelse. Foretaket må imidlertid ha tillatelse og i utgangspunktet oppfylle de lovbestemte organisasjonskrav dersom foretaket ønsker at registreringen skal utløse de rettsvirkninger som følger av loven. Det er derfor etter departementets syn ikke nødvendig å angi når selskapet driver virksomhet i Norge, jf. tilsvarende i Kredittilsynets høringsuttalelse. Departementet vil på denne bakgrunn ikke foreslå en lovregel om lovens stedlige virkeområde. Det vises for øvrig til at det ikke gjelder harmoniserte regler for registreringsvirksomhet innen EØS-området. Den enkelte EØS-stat står derfor friere til å gi regler om registreringsvirksomhet enn tilfellet ville vært hvis det var gitt harmoniserte regler.

Etter departementets syn bør imidlertid loven ha en formålsbestemmelse. En slik bestemmelse er bl.a. gitt i børsloven § 1-1 og verdipapirhandelloven § 1-1. En formålsbestemmelse vil bl.a. kunne ha betydning ved løsningen av ulike tolkingsspørsmål som måtte oppstå. Departementet foreslår derfor å lovfeste at lovens formål skal være å «...legge til rette for sikker, ordnet og effektiv registrering av finansielle instrumenter og rettigheter i slike med de rettsvirkninger som er bestemt i denne lov».

4 Enerett og konsesjon

4.1 Opphevelse av Verdipapirsentralens enerett

4.1.1 Gjeldende rett

VPS har etter vpsl. § 1-1 første ledd første punktum «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. nærmere nedenfor i kapittel 11.

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

På bakgrunn av Verdipapirsentralen lovfestede enerett inneholder ikke verdipapirsentralloven regler om konsesjon.

4.1.2 Utvalgets forslag

Utvalgets flertall foreslår at dagens enerett for VPS oppheves og erstattes av en konsesjonsordning. Etter flertallets syn er viktige hensyn ved reguleringen av verdipapirregistrering og oppgjør av verdipapirhandel at virksomheten fungerer effektivt, funksjonelt og sikkert. Flertallet mener dette forutsetter en drift som er kostnadseffektiv, 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. Flertallet uttaler om dette bl.a. (NOU 2000: 10 s. 48):

«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.»

Flertallet mener videre at det også er en mulighet for at utenlandske registre vil ønske å etablere seg i det norske markedet.

Flertallet viser dessuten til at ved en integrering av de ulike deler av verdipapirkjeden vil en børs, som opererer i et konkurranseutsatt marked, få en særskilt fordel overfor andre børser dersom denne inngår i et konsernforhold eller lignende med et verdipapirregister som har enerett til å foreta registreringer i Norge.

Flertallet ser imidlertid at en opphevelse av eneretten kan ha visse mindre positive sider, og uttaler (NOU 2000: 10 s. 48):

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. Dersom 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.»

Flertallet har videre vurdert hvorvidt det bør etableres et offentlig rettighetsregister for finansielle instrumenter organisert på samme måte som Brønnøysundregistrene, men har ikke funnet å anbefale en slik løsning.

Utvalgets mindretall, medlemmet Krokeide, legger til grunn at det må skilles mellom Verdipapirsentralens virksomhet som rettighetsregister og som oppgjørssystem. Etter dette medlemmets syn bør registerfunksjonen videreføres som en selveiende institusjon med et rettslig monopol.

Flertallet foreslår at eneretten erstattes med et krav om konsesjon. Flertallet mener at et krav om konsesjon vil gi et godt grunnlag for betryggende tilsyn og derigjennom gi brukerne økt sikkerhet. Flertallet mener dessuten at et krav om konsesjon gir en hensiktsmessig kontroll av at de lovmessige vilkår for virksomheten er oppfylt. Det vises til utvalgets drøftelse i NOU 2000: 10 s. 57.

4.1.3 Høringsinstansenes merknader

Justisdepartementet uttrykker tvil om hvorvidt VPS' monopol bør oppheves. Justisdepartementet viser til at stordriftsfordelene ved denne type virksomhet må anses å være store, noe som kan vanskeliggjøre reell konkurranse. Justisdepartementet uttaler om dette:

Selv i de store finansmarkedene i verden der det er åpent for fri konkurranse om disse tjenestene, er det - etter det vi har foreslått - innen-

for den enkelte verdipapirkategori i praksis bare en institusjon som opererer som register. Det må derfor antas at selv om man åpner for fri konkurranse, vil det også i fremtiden bare være ett verdipapirregister for den enkelte verdipapirtype i Norge. Det kan tenkes at det vil være et norsk register (i så fall sannsynligvis dagens Verdipapirsentral i eksisterende eller privat form) eller et register lokalisert i utlandet som er representert i Norge. Etter det vi kan se står man dermed i praksis overfor et valg mellom dagens ordning, et offentlig og rettslig monopol på verdipapirregistertjenester. Det er ingen tvil om at offentlig monopol på vare- eller tjenesteytelser erfaringsmessig kan ha sine svake sider. For eksempel kan det hevdes at en ordning med offentlig monopol kan innebære en fare for ineffektivitet og at den tekniske oppdateringen kan bli tregere enn ellers. Det er imidlertid ingen selvfølge at dette er noe man kan se bort i fra hvis man har et privat monopol. I tillegg kan det ved et privat monopol være en risiko for at institusjonen utnytter sin markedsstilling ved å heve prisene på de tjenester som tilbys. Flertallet i utvalget antar at muligheten for at det kan bli etablert et konkurrerende register vil motvirke at et register med faktisk monopol utnytter sin markedsposisjon på denne måten. Det er imidlertid ikke åpenbart at dette vil oppfattes som en reell trussel når det kommer til stykket. Vi viser blant annet til at kostnadene ved etablering av et verdipapirregister må antas å være meget store.»

Justisdepartementet mener videre at når aktørene i verdipapirmarkedet og offentlige myndigheter må forholde seg til flere registre kan dette gi praktiske og juridiske problemer som kan tenkes å oppveie de eventuelle samfunnsmessige gunstige effektene av konkurranse.

Justisdepartementet mener at de funksjoner Verdipapirsentralen utfører i relativt stor utstrekning har preg av offentlig myndighetsutøvelse, og at dette taler mot at monopolet oppheves. Det uttales om dette bl.a.:

«Hovedformålet med et verdipapirregister er å dokumentere forskjellige aktørers rettigheter til formuesgoder. Denne hovedfunksjonen har også tilsvarende registre som grunnbøkene for fast eiendom og de forskjellige rettighetsregistrene for ulike typer løsøre (skip, luftfartøyer mv.). Alle disse registrene drives i dag av staten. Hensikten med slike rettighetsregistre er at de på nøytral måte skal ivareta kryssende interesser mellom forskjellige aktørgrupper, blant annet avhendere og erververe av de aktuelle formuesgoder, panthavere, avhenderens og erververens kreditorer, offentlig skatte- og tilsynsmyndigheter osv. Dersom et verdipapirregister skal tilby registertjenester på kommersiell basis har man etter Justisdepartementets syn i utgangspunktet ikke like god sikkerhet for at alle aktørers interesser blir ivaretatt på en upartisk måte som der dette utføres av en selvstendig offentlig instans.»

Justisdepartementet mener at også sikkerhetsmessige hensyn kan tale for at registreringsvirksomheten er offentlig drevet. Det heter om dette:

«Gjennom Verdipapirsentralen er eier- og rettighetsforholdene til store verdier i det norske samfunn dokumentert og systematisert. Registeret er helt IT-basert, noe som er effektivt, men samtidig gjør det sårbart. En større svikt i systemet på grunn av teknisk kollaps eller bevisst angrep kan medføre enorme skadevirkninger for rettighetshaverne og samfunnet generelt. De sikkerhetsmessige utfordringer ved IT-samfunnet fremheves i Sårbarhetsutvalgets utredning, NOU 2000: 24

Et sårbart samfunn - utfordringer for sikkerhets- og bedredskapsarbeidet i samfunnet. Om telesektoren uttales det at markedsliberaliseringen har ført til svekket sikkerhet mot større krisesituasjoner fordi privat aktører i mindre grad har insitament til å verne seg mot slike farer, jf. NOU 2000: 24 s. 55-56. Det er synspunkter som etter vårt syn også har relevans for rettighetsregistre som drives på kommersiell basis.»

Justisdepartementet mener dessuten at «en privatisering» av verdipapirregistreringsvirksomhet må antas å nødvendiggjøre et mer intenst tilsyn fra offentlige kontrollinstanser, særlig Kredittilsynet, og at de økte kostnader som dette medfører må tas med i beregningen av om privatiseringen er samfunnsøkonomisk lønnsom totalt sett.

Statistisk sentralbyrå (SSB) uttaler:

«Ut fra konkurransemessige hensyn kan vi forstå at det settes spørsmålstegn ved at en privat aktør (stiftelse) skal ha monopol for å drive registrering av verdipapirer. Vi er likevel forbauset over at utvalget ikke har viet større oppmerksomhet til hvorvidt VPS burde knyttes nærmere opp til offentlig forvaltning, siden det er knyttet flere rettsvern-virkninger til registreringen i registeret. I stedet havner utvalget på den konklusjonen at registreringen bør ivaretas av flere private aktører med konsesjon. Utvalget sier (side 48-49) at de har vurdert hvorvidt det bør etableres et offentlig rettighetsregister, men har kommet til den konklusjonen at *«en slik organisering ikke vil være den mest effektive og gi de beste incitamentene til en drift som vil virke best for kundene»*. SSB savner argumenter bak denne konklusjonen. Mangelen på drøfting bærer preg av at utvalgets flertall kun har tatt hensyn til markedsaktørene, og at det glemmes at offentlige etater med lovpålagte oppgaver også er brukere av VPS tjenester.

SSB er usikker på om opphevelse av eneretten til registreringen vil løse de utfordringene man står overfor med å sikre et enkelt, kostnadseffektivt og godt system for å kartlegge finansielle strømmer og formuer, og mener utvalget i for liten grad har vurdert alternative løsninger eller sett på kostnader som vil falle på offentlige etater som i dag er storforbrukere av VPS-opplysningene. Utvalget har heller ikke i tilstrekkelig grad vurdert konsekvensene av at det kan oppstå et faktisk monopol for registrering av verdipapirer.»

SSB viser til at VPS gir en effektiv kartlegging og oversikt over finansielle strømmer og formuer. Det vises til at en styrke ved registeret er samlingen av verdipapirbeholdningene som samtidig muliggjør en enkel spredning av dataene. Statistisk sentralbyrå viser til drøftelsen av enerettsspørsmålet i Ot.prp. nr. 83 (1984-85) og mener at de samme argumentene gjør seg gjeldende i dag. SSB påpeker at nyetableringer av verdipapirsentraler vil kunne skape en uoversiktligheit som bl.a. vil gjøre det mer krevende for myndighetene å skaffe informasjon fra det totale verdipapirmarkedet.

På den annen side ser SSB at det er grunn til å drøfte om det er mulig å redusere kostnadene gjennom alternativ organisering av registreringen av verdipapirer. Det heter videre bl.a.:

Store deler av argumentasjonen til flertallet i utvalget om opphevelsen av monopol, knytter seg til effektivisering av driften og reduserte brukerpriser grunnet fjerning av etableringshindringer. Utvalgets mindretall hevder imidlertid at organiseringen av VPS gir de styrende organer i institusjonen et sterkt incitament - også økonomisk - til å sør-

ge for at VPS drives mest mulig effektivt. Etter SSBs oppfatning har utvalget vært for snever i sin drøfting av kostnadsaspektet, og kun sett på bedriftsøkonomisk «lønnsomhet». Opphevelse av eneretten vil - ved siden av redusert oversiktliggheit - bl.a. kunne medføre at data til tilsyns-, skatte- og statistikkformål må fremskaffes på alternativ måte. Dette kan resultere i økte kostnader for myndighetene, samt økt rapporteringsbyrde, ekstrakostnader og irritasjon fra rapportørenes side. At opplysningene uansett må innhentes for å dekke myndighetenes behov, kan snu en eventuell gevinst som følge av lavere brukerpriser til et tap for rapportørene. Etter SSBs oppfatning bærer forslagene således preg av å ikke ha vært vurdert opp mot rapporteringsbyrden som vil falle på rapportørene. Forslagene ser fra SSBs ståsted ut til å komme i konflikt med intensjonene i blant annet Oppgaverregisteret i Brønnøysund og «Et enklere Norge», hvor hensikten er å redusere og forenkle næringslivets rapportering. Alt i alt er det SSBs oppfatning at de samfunnsøkonomiske kostnadene i større grad burde vært trukket inn når en vurderer kostnadsaspektet ved VPSs monopolstilling.»

SSB mener vidare at opprettelsen av flere nasjonale registre ikke er i tråd med internasjonal utvikling. Det fremheves dessuten at siden VPS er nasjonal tildelel av ISIN vil VPS kunne stilles i en faktisk monopolstilling i forhold til konkurrerende registre.

Konkurransetilsynet stiller seg spørrende til om det vil være rom for mer enn ett verdipapirregister i Norge. Konkurransetilsynet uttaler:

Som utvalget har påpekt vil et almenaksjeselskap trolig gi bedre incentiver til effektiv drift i et marked med flere konkurrerende aktører. Dette behøver imidlertid ikke være tilfelle i et marked med bare én aktør. Konkurransetilsynet savner derfor en bredere vurdering av de samfunnsøkonomiske konsekvensene av en slik endring i selskapsform i det tilfelle at VPS får et de facto monopol.»

Skattedirektoratet har «ingen prinsipielle motforestillinger» mot en eventuell opphevelse av eneretten, men mener at dette, i hvert fall i en overgangsperiode, vil kunne skape merarbeid for ligningsmyndighetene. Skattedirektoratet mener vidare at skattekontrollen og rapporteringen vil kunne gjennomføres mer smidig og effektivt dersom skattemyndighetene kan forholde seg til ett register.

Økokrim er noe tvilende til om det kan opprettholdes en like effektiv kontroll med verdipapirhandellovens bestemmelser om melde- og flaggeplikt i en desentral registreringsform. Det heter vidare bl.a.:

«Stikkordene i denne forbindelse er rask og effektiv kontroll uten større publisitet. I tillegg vil en slik omlegging skape store problemer for skattekontroll og for ØKOKRIMs vedkommende, øke kompleksiteten i etterforskningen av eventuelle straffbare forhold. Det er hevet over en hver tvil at det ut ifra etterforskningstaktiske vurderinger vil være å foretrekke en sentral registrering fremfor desentrale løsninger, ikke minst når det gjelder tidsfaktoren for å samle inn nødvendige opplysninger fra flere steder.»

Verdipapirsentralen (VPS) er enig i vurderingen til utvalgets flertall at en kan opprettholde en effektiv og rasjonell registreringsordning selv om eneretten oppheves, og at en opphevelse kan tenkes å gi incitamentar til større fleksibilitet og til å utvikle en enda større tilpasningsevne i forhold til markedets

behov. VPS er enig med utvalget i at selv med et lite verdipapirmarked som det norske vil det kunne være aktuelt med etablering av nye verdipapirregistre, for eksempel etablering av spesialregistre for enkelte finansielle instrumenter eller lokale aksjeselskaper. VPS mener imidlertid at opphevelse av eneretten vil innebære enkelte nye praktiske problemstillinger. Det uttales om dette bl.a.:

«Når det er flere konkurrerende registre som kan utstede en type finansielt instrument, må noen velge hvilket register instrumentet skal utstedes i. Etter VPS skjønn er det eneste praktiske at dette valget foretas av utstederen av det finansielle instrumentet. Det vil derfor være slik at aksjer i selskap A kan være registrert i et register, mens aksjene i selskap B kan være registrert i et annet register. Investorer som ønsker å investere i aksjer i begge selskapene må derfor ha konto hos begge registrene dersom det ikke er noen samordning mellom registrene. En situasjon hvor investorene må forholde seg til flere ulike registre innenfor et så lite marked som det norske vil være lite ønskelig, ikke minst fordi dette vil kunne virke unødig tungvint og ressurskrevende. Dette vil imidlertid kunne avhjelpes for eksempel ved at norske registre kan føre samlekonti hos hverandre, jf. utvalgets forslag om at allmennaksjeloven endres for å gjøre dette mulig også for norskeide aksjer. Den enkelte investor kan med denne ordningen velge hvilket register vedkommende ønsker å registrere sine aksjer i uavhengig av i hvilket register de finansielle instrumentene er utstedt. Etter VPS syn er en adgang til bruk av samlekonti verdipapirregistre imellom derfor en forutsetning for en rasjonell registreringsordning i et lite marked med konkurrerende registre. Det krever et visst samarbeid mellom de konkurrerende registrene å få etablert slike samlekonti hos hverandre. Samarbeidet bør i utgangspunktet tuftes på frivillige avtaler mellom registrene, men det kan tenkes at et register med en særlig dominerende posisjon i markedet, ikke vil ønske å inngå avtaler av denne karakter for å vanskeliggjøre etableringen for konkurrerende registre. Dette er forhold som bør hensyntas når det gis konsesjon til registrene.»

VPS viser videre til at skattetrekk og rapportering vil kompliseres dersom det er forvalterregistrering av nordmenn registrene i mellom. VPS mener imidlertid at dette kan avhjelpes ved et samarbeid mellom registrene. Det vises som eksempel til at utstederregisteret kan overføre hele utbyttet til forvalterregisteret som deretter foretar skattetrekket i henhold til de gjeldende satser. Dette er i følge VPS en ordning som ikke er uvanlig i land med forvalterregistrering.

Finansnæringens Hovedorganisasjon (FNH) tror ikke det vil være økonomisk grunnlag for, eller rasjonelt, med mer enn ett verdipapirregister som ivaretar de samme funksjoner som dagens VPS. FNH viser til at flere registre vil måtte innebære at aktørene må forholde seg til «ulike distribusjonskanaler, ulike rutiner og forskjellige regler for tidspunkt for rettsvern og oppgjør avhengig av i hvilken sentral det finansielle instrument er registrert». FNH er likevel «klart i favør av å oppheve VPS' lovbestemte monopol». Det heter videre i høringsuttalelsen:

«At det foreligger muligheter for aktørene til å etablere et verdipapirregister ved siden av (til erstatning for) VPS gir incentiver for VPS til å drive virksomheten effektivt og utvikle tjenester i tråd med aktørenes behov.

FNH vil ikke utelukke at VPS kan få konkurranse når det gjelder registrering i spesielle finansielle instrumenter der registreringsplikt ikke foreligger, for eksempel fondsandeler. Selv om de egne registre som føres av forvaltningsselskapene for fond ikke er rettsvernsregistre konkurrerer VPS med andre leverandører om å tilby systemer for å føre andelseierregistre.

Med unntak av eventuelle spesialregistre vil FNH tro at en utvikling i retning av konsolidering/sammenslåing av verdipapirregistre over landegrensene vil være en mer sannsynlig utvikling enn flere konkurrerende registre i samme land. En sammenslåing av verdipapirregistrene i to (eller flere) land vil *teknisk* sett ikke fremstå som uoverkommelig. Dersom registeret skal kunne håndtere rettighetsoverdragelser basert på omsetning i ulike valutasorter vil det trolig være størst problemer med å etablere effektive systemer for pengesiden av oppgjørene. Konsolidering av verdipapirregistre vil derfor være enklest å få til mellom land som benytter samme valuta (euro). Det største hinder for konsolidering/sammenslåing over landegrensene vil likevel være ulik regulering landene i mellom land når det gjelder virksomhet som verdipapirregister, tilknyttede tjenester og verdipapirmarkedet generelt.»

Kredittilsynet støtter flertallets forslag om å oppheve monopolet for Verdipapirsentralen. Kredittilsynet mener at rene kontrollhensyn kan tale for at monopolet bevares. Det vises bl.a. til at i tilfeller der private foretak skal ivareta offentlige oppgaver som rettighetsregistrering, kan det tenkes at det vil oppstå konflikter mellom foretakenes bedriftsøkonomiske motiver og ivaretagelsen av disse oppgavene. I følge Kredittilsynet er dette en problemstilling som kan tenkes å være enda mer utpreget i de tilfeller der det foreligger et faktisk monopol. Kredittilsynet mener imidlertid at ønsket om fleksibilitet i forhold til den fremtidige organiseringen av infrastrukturen i verdipapirsektoren, samt effektivitetshensyn taler for en opphevelse av monopolet. Kredittilsynet legger videre vekt på at registrering av finansielle instrumenter ikke er underlagt monopol i Sverige og Danmark.

Norges Fondsmeglerforbund er av den oppfatning at en effektiv og rasjonell registreringsordning kan opprettholdes selv om eneretten oppheves og støtter derfor forslaget. Norges Fondsmeglerforbund tror at en opphevelse av eneretten kan gi incitamenter til en bedre tilpasning av VPS sine tjenester i forhold til markedets behov. Det heter videre:

«Selv om det er lite trolig at det i overskuelig fremtid vil bli etablert konkurrerende verdipapirregistre, vil selve det forhold at mulighetene er til stede, herunder en mulighet for registrering i registre basert i andre land, bidra til en forbedring av VPS' tjenester til det norske verdipapirmarkedet».

Også *Norsk Oppgjørssentral ASA* (NOS) mener at en opphevelse av eneretten kan ha positiv betydning for effektiviteten i markedet. Norsk Oppgjørssentral mener det også er viktig for fleksibiliteten i den finansielle infrastruktur at markedet selv finner den mest optimale løsningen for hvorledes verdipapirregistre skal organiseres i verdipapirkjeden og hvorledes registrering skal foregå. Det heter videre:

«For eksempel kan det tenkes at derivater registreres i nærmere tilknytning til oppgjørssentraler. VPS har i dag ikke noen vesentlig oppgave knyttet til registrering av derivater ut over skatterapportering.

Avregnings- og andre funksjoner knyttet til oppgjør av derivater ligger i dag i NOS. Registrering av derivater kan da likeså gjerne tenkes foretatt av et register knyttet til NOS. Den norske ordningen er på dette området i dag særegen.»

Oslo Børs støtter forslaget om å oppheve Verdipapirsentralens enerett til rettighetsregistrering. *Oslo Børs* viser til at dersom rettighetsregistreringen som i dag drives av VPS integreres med børsvirksomhet eller eventuelt andre deler av verdipapirkjeden taler hensynet til rettferdig konkurranse for en opphevelse av eneretten.

Norges Bank, *Næringslivets Hovedorganisasjon*, *Sparebankforeningen* og *Verdipapirfondenes Forening* støtter også forslaget om å oppheve Verdipapirsentralens enerett til registrering av visse finansielle instrumenter.

4.1.4 Departementets vurdering

Utvalgets flertall foreslår at gjeldende enerett for Verdipapirsentralen til å foreta registreringer med bestemte rettsvirkninger ikke videreføres i lov om registrering av finansielle instrumenter. Flertallet har bl.a. lagt vekt på evnen til å tilpasse seg et marked med skiftende behov. Høringsinstansene er også delt i synet på hvorvidt eneretten bør videreføres eller ikke.

Departementet viser til at viktige hensyn ved regulering av verdipapirmarkedet, herunder registrering av finansielle instrumenter, er at dette fungerer effektivt, funksjonelt og sikkert. Dette innebærer bl.a. at sentrale tjenesteleverandører bør ha fleksibilitet og incitament til å tilpasse endringer i markedet. Den teknologiske utviklingen og reduserte rettslige hindringer for kapitalflyt over landegrensene har i stor grad bidratt til integrasjon av de internasjonale kapitalmarkedene. Etter departementets syn er det viktig at den norske infrastrukturen i verdipapirmarkedet er hensiktsmessig organisert for å møte denne utviklingen. I kapittel 5 foreslår departementet at verdipapirregistre skal organiseres som allmennaksjeselskap. Bakgrunnen er at denne organisasjonsformen anses best egnet til å møte de krav som integreringen av det internasjonale kapitalmarkedet stiller. Etter departementets syn forutsetter en organisering som allmennaksjeselskap med private eiere at eneretten oppheves. Etter departementets syn bør det ikke være aktuelt å gi en enkelt aktør enerett dersom vedkommende har mulighet til å utnytte denne monopolsituasjonen til egen fordel. Det har av enkelte høringsinstanser vært hevdet at det vil kunne være uheldig med organisering som allmennaksjeselskap - også i en situasjon der eneretten oppheves - dersom Verdipapirsentralen vil inneha et faktisk monopol.

Generelt vil departementet bemerke at en høy markedsandel i seg selv ikke gir markedsrett. Dersom nye aktører har en reell mulighet til å etablere seg i det samme markedet som et foretak med høy markedsandel, vil denne muligheten alene kunne virke begrensende på foretakets prising og markedsadferd for øvrig. Dersom foretaket søker å høste monopolfordeler i form av for eksempel høye priser, vil nye aktører kunne komme til i det aktuelle markedet. Den korrigerende effekten av mulige konkurrenter er etter departementets syn ikke avhengig av at det faktisk er etablert en konkurrent i markedet, slik enkelte høringsinstanser synes å forutsette.

Verdipapirsentralen har et lovbestemt monopol knyttet til registreringspliktige instrumenter. Verdipapirsentralen er samtidig en stiftelse, som ikke har fortjeneste som formål. En må legge til grunn at allmennaksjeselskaper, herunder en omdannet Verdipapirsentral, vil tillegge fortjeneste til sine aksjonærer betydelig vekt ved sine tilpasninger. Hva markedsprisen for registrering av verdipapirer vil bli etter at Verdipapirsentralen eventuelt er omdannet, og sentralens rettslige monopol har bortfalt, vil avhenge av en rekke forhold. Svært viktig i denne sammenheng er det om kostnadsstrukturen ved registrering av verdipapirer er slik at denne aktiviteten utgjør et såkalt naturlig monopol. Et naturlig monopol er kjennetegnet ved relativt høye faste produksjonskostnader, og relativt lave kvantumsavhengige kostnader. Et annet forhold av betydning for prisdannelsen er om «trusselen» om etablering vil påvirke prisdannelsen. Hvorvidt dette er tilfelle kan avhenge av hvor raskt den enkelte tilbyder er i stand til å endre egne priser. Dersom eksisterende tilbyder kan sette ned prisen raskt og betydelig ved en eventuell etablering vil det bli vanskelig for potensielle etablerere å drive lønnsomt. Potensielle etablerere vil i slike tilfeller trolig velge å ikke benytte seg av retten til å etablere seg, og den eksisterende tilbyderen kan således bestemme prisen uten å ta hensyn til trusselen om etablering.

Om man får en situasjon med én tilbyder som er profittmaksimerende kan prisen for registrering under visse forutsetninger bli om lag som monopolprisen. Det er bl.a. på denne bakgrunn nødvendig å se nærmere på hvordan det offentlige skal håndtere situasjoner hvor aktører i markedet eventuelt antas å misbruke sin markedsrett. I den grad det etablerte foretaket faktisk oppnår markedsrett, vil det foreligge offentligrettslig grunnlag til å forhindre misbruk av en slik posisjon. For det første vil Kredittilsynet til en viss grad kunne ivareta konkurransehensyn ved konsesjonsbehandlingen og vurderingen av registerets virksomhetsregler. For det andre vil de relevante konkurransemyndighetene kunne gripe inn mot eventuelt misbruk av markedsrett. Det vises i denne sammenheng også til omtalen av vederlag for registreringstjenester i avsnitt 10.5.8.

Justisdepartementet har vist til at hovedformålet med et verdipapirregister er å dokumentere rettigheter til formuesgoder tilsvarende registre som grunnbøkene for fast eiendom og forskjellige rettighetsregistre for løsøre. Departementet er enig med Justisdepartementet i at en viktig funksjon til et verdipapirregister er å gi oversikt over rettigheter til registrerte finansielle instrumenter. Departementet vil imidlertid vise til at det var andre hensyn det særlig ble lagt vekt på ved opprettelsen av Verdipapirsentralen. For det første var det særlig viktig å effektivisere omsetningen av verdipapirer ved å innføre et dokumentløst system. Derneft var det et ønske om å gjøre det mulig med aksjesparing med skattefradrag og kunne føre en effektiv skattekontroll. Det vises til drøftelsene i Ot.prp. nr. 83 (1984-85) s. 3 og NOU 2000: 10 s. 15.

Justisdepartementet har videre vist til Sårbarhetsutvalgets vurderinger i NOU 2000: 24 og mener at sikkerhetsmessige hensyn kan tale for at registreringsvirksomheten er offentlig drevet. Departementet vil for det første presisere at Verdipapirsentralen etter gjeldende regulering ikke er å anse for en offentlig institusjon, men en privat selveiende institusjon opprettet ved lov. Departementet er heller ikke ubetinget enig i at en opphevelse av eneretten

vil gå ut over sikkerheten til systemet. Det vises til at tilsvarende utenlandske institusjoner ikke har en lovfestet enerett til å drive registreringsvirksomhet. Det er i den sammenheng ikke grunn til å anta at dette innebærer dårligere sikkerhet i registreringssystemene i disse landene. Departementet viser i denne sammenheng til at en organisering som aksjeselskap vil gi foretaket eiere med ansvar for driften av virksomheten. Departementet viser videre til at virksomheten til et verdipapirregister vil være konsesjonspliktig og underlagt tilsyn, jf. kapittel 16.

Statistisk sentralbyrå har hevdet at flere nasjonale registre ikke i er i tråd med den internasjonale utviklingen. Departementet viser til at det for sentrale aktører i det internasjonale verdipapirmarkedet pågår stadige strukturendringer. Etter departementets syn kan det godt tenkes at det ikke opprettes flere registre internasjonalt, men det er vanskelig forutsi resultatet av disse endringene. Departementet viser imidlertid til at det internasjonalt ikke er vanlig med enerett for bestemte institusjoner til å foreta registrering av finansielle instrumenter. Det vises i denne sammenheng til at svenske VPC og danske VP ikke har enerett til å foreta registrering av finansielle instrumenter. Etter departementets syn vil således en opphevelse av den lovbestemte eneretten ikke være i strid med den internasjonale utviklingen. For øvrig kan ikke departementet slutte seg til Statistisk sentralbyrås anførsel om at konsekvenser av opphevelsen av eneretten er mangelfullt utredet.

Verdipapirsentralens enerett er bl.a. begrunnet i «systemets effektivitet», jf. uttalelsen i Ot.prp. nr. 83 (1984-85) s. 26 gjengitt i NOU 2000: 10 s. 46. Et forhold som er påpekt er at det ville kunne være uoversiktlig dersom utstedere, kontoførere og investorer måtte forholde seg til flere registre. Etter departementets syn har den teknologiske utviklingen medført at dette motargumentet ikke lenger er av en slik styrke at det kan være av avgjørende betydning. Departementet viser til at registrene etter forslaget kan ha forvalterkonti hos hverandre. Dette vil etter departementets syn ivareta investorer og eventuelle kontoføreres behov for oversikt. Det vises til Verdipapirsentralens høringsuttalelse om dette.

Departementet vil for øvrig vise til at Kredittilsynet støtter utvalgets forslag om ikke å videreføre Verdipapirsentralens enerett, selv om tilsynet bl.a. uttaler at rene kontrollhensyn taler for monopol.

Departementet foreslår på bakgrunn av det ovennevnte at eneretten for Verdipapirsentralen til å registrere finansielle instrumenter ikke videreføres i verdipapirregisterloven. Departementet foreslår at slik virksomhet blir underlagt konsesjon. Det vises til utvalgets vurdering av behovet for et krav om konsesjon i NOU 2000: 10 side 57 som departementet slutter seg til. Det vises for ordens skyld til at ingen av høringsinstansene har gått imot en konsesjonsplikt dersom eneretten ikke videreføres.

4.2 Omfanget av konsesjonskravet

4.2.1 Utvalgets forslag

Utvalget viser til at VPS' virksomhet naturlig kan deles i tre hoveddeler. Det skilles mellom virksomhet som rettsvernsregister, VPS' avregnings- og oppgjørsvirksomhet for handler som inngår i VPO (Verdipapiroppgjøret) og til-

leggstjenester som ligger utenfor hva som karakteriseres som kjerneområdet for virksomheten.

Utvalget mener det er kjernevirksomheten som i utgangspunktet bør underlegges en konsesjonsordning, og foreslår således at konsesjonsplikten ikke skal omfatte tilleggstjenester som ytes innenfor virksomhetsbegrensningen.

Utvalget har lagt til grunn at rettighetsregistrering med de rettsvirkninger som vil følge av verdipapirregisterloven, bør være konsesjonspliktig. Det heter videre (NOU 2000: 10 s. 58):

«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 (oppgjørssystemet).

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 verdipapiroppjøret, i tillegg til godkjenningsordningen som er nevnt over.»

På bakgrunn av det ovennevnte har utvalget foreslått at konsesjonsplikten omfatter registrering av finansielle instrumenter som foretas med de rettsvirkninger som følger av lovforslaget.

4.2.2 Høringsinstansenes merknader

Justisdepartementet er enig med utvalget i at konsesjonsplikten bare bør gjelde verdipapirregisterets virksomhet innenfor det tjenesteområdet Verdipapirsentralen har enerett i dag, og at konsesjonsplikten således i utgangspunktet ikke bør omfatte andre typer tjenester registrert tilbyr.

Kredittilsynet legger til grunn at konsesjonsplikten etter forslaget kun omfatter verdipapirregistre som ønsker å tilby de rettsvirkninger som følger av loven og anser dette som hensiktsmessig. Etter Kredittilsynets syn er det liten reell grunn å forby etablering av registre som ikke kan tilby de rettsvirkninger loven legger opp til. Det heter om dette:

Dersom verdipapirregistrering uten slike rettsvirkninger skulle underlegges lovens bestemmelser, ville det kunne medføre at norske selskaper ikke kunne opptre som forvaltere, og det ville også sette store begrensninger på hvem som eventuelt kunne påta seg å føre eksempelvis aksjonærregistre for et selskap som ikke er registrert i et slikt register som loven omhandler.»

Norges Bank ser i likhet med utvalget ikke behov for særskilte konsesjonskrav i lov om verdipapirregistrering for verdipapiroppgjørssystemer, da slike vil falle inn under reglene i lov om betalingssystemer. *Norsk Oppgjørssentral ASA* (NOS) gir uttrykk for lignende synspunkter.

Finansnæringens Hovedorganisasjon (FNH) slutter seg til lovutvalgets forslag om at virksomhet som verdipapirregister underlegges konsesjon. Etter FNHs syn er det i første rekke et verdipapirregister som rettsvernsregister som taler for bestemmelser om konsesjon og tilsyn. FNH mener imidlertid at også virksomhet knyttet til avregning og oppgjør av finansielle instrumenter bør underlegges krav om konsesjon. Det heter om dette:

«Dette av hensyn til den betydning slike systemer har for forutberegnelighet og sikkerhet i selve oppgjøret av verdipapirer. Videre har verdipapiravregning og verdipapiroppgjørssystemer betydning for den finansielle stabilitet. Dermed vil slike systemer samvirke med interbankssystemer som skal underlegges konsesjon etter Lov om betalingssystemer m.v. (bsl) kapittel 2. Verdipapiroppgjørssystemene har også direkte betydning for pålagt sikkerhetsstillelse i interbanksystemer.»

FNH slutter seg til utvalgets syn om at avregning- og oppgjørsvirksomhet ikke bør reguleres i en lov om verdipapirregistrering, men derimot at dette reguleres i lov om betalingssystemer. FNH mener, i motsetning til utvalget, at gjeldende regler i lov om betalingssystemer ikke gir en tilfredsstillende regulering av slike systemer. FNH uttaler videre:

«Årsaken til dette er:

- Bsl inneholder ikke krav til konsesjon for verdipapiroppgjørssystem. Bsl. § 4-1 sammenholdt med Ot.prp. 96 s. 44 forutsetter at det kun er verdipapiroppgjørssystemer som skal omfattes av de særlige rettsvernsbestemmelser som skal godkjennes av Kredittilsy-

net. Det er ikke uten videre gitt at avtaler om rettsvern etter bsl kapittel 4 vil redusere deltakernes risiko i alle sammenhenger. Deltagerne i et verdipapiroppgjørssystem kan derfor la være å søke om konsesjon etter bsl. § 4-1. I slike tilfeller vil verdipapiroppgjørssystemet ikke bli underlagt konsesjon.

- Deltagerne i verdipapiroppgjørssystem i Norge kan velge at annen EØS-stats lovgivning skal gjelde for avtale om rettsvern (dersom en av deltagerne har hovedkontor i de aktuelle EØS-land). I slike tilfeller gjelder ikke bsl § 4-1 1. ledd (krav om konsesjon fra Kredittilsynet) - jf bsl § 4-1 3. ledd. I andre EØS-land kan det være tilstrekkelig at det sendes inn melding om at avtale om rettsvern er inngått. I slike tilfeller vil ikke et verdipapiroppgjørssystem som drives i Norge være underlagt konsesjon i det hele tatt.»

Norges Fondsmeglerforbund er også av den oppfatning at virksomhet knyttet til avregning og oppgjør bør underlegges krav om konsesjon og at en slik konsesjonsplikt bør tas inn i lov om betalingssystemer.

4.2.3 Departementets vurdering

Utvalget har foreslått at konsesjonskravet etter lov om registrering av finansielle instrumenter skal omfatte registrering av finansielle instrumenter med de virkninger som følger av loven. Avregnings- og oppgjørsvirksomhet, tilknyttet virksomhet innenfor virksomhetsbegrensningen og registrering av finansielle instrumenter med andre rettsvirkninger slik som for eksempel foretas av forvaltere, omfattes etter forslaget ikke av konsesjonsplikten. Samtlige av høringsinstansene er enig med utvalget i at konsesjonsplikten etter lov om registrering av finansielle instrumenter kun bør omfatte registreringsdelen av den virksomhet Verdipapirsentralen driver i dag. Enkelte av høringsinstansene mener imidlertid at et verdipapirregisters avregnings- og oppgjørsvirksomhet bør underlegges konsesjonsplikt etter lov 17. desember 1999 nr. 95 om betalingssystemer m.v.

Departementet er enig med utvalget og høringsinstansene i at konsesjonsplikt etter lov om registrering av finansielle instrumenter kun bør omfatte registrering av finansielle instrumenter med de rettsvirkninger som omfattes av loven. Annen virksomhet registeret driver (herunder tilleggstenester og oppgjørsvirksomhet) må eventuelt anses som tilknyttet virksomhet. Dette medfører bl.a. at den registrering som en forvalter nødvendigvis må utføre for å holde oversikt over hvem som er eiere av finansielle instrumenter på en forvalterkonto ikke omfattes av konsesjonsplikten. Videre vil heller ikke elektronisk føring av aksjeboken i et aksjeselskap, jf. aksjeloven § 4-5 første ledd, utløse et krav om konsesjon. Slik registrering vil da heller ikke utløse de rettsvirkninger som følger av verdipapirregisterloven.

Et annet spørsmål er om oppgjørsvirksomhet bør utløse konsesjonsplikt etter betalingssystemloven. Departementet viser til at det etter lov om betalingssystemer er frivillig for et verdipapiroppgjørssystem å søke godkjenning av Kredittilsynet. Slik godkjenning må imidlertid innhentes dersom systemet ønsker de særskilte rettsvirkningene som lov om betalingssystem gir.

Utvalget har vist til at dersom et verdipapirregister også i fremtiden skal drive et verdipapiroppgjørssystem, vil slik virksomhet drives av et selskap under offentlig tilsyn. Oppgjørs- og avregningsvirksomheten vil i så tilfelle

måtte regnes som tilknyttet virksomhet. Departementet legger til grunn at tilsynsmyndighetene også vil kunne gi pålegg knyttet til slik tilknyttet virksomhet og vil ved konsesjonsbehandlingen kunne sette vilkår.

Dersom et verdipapirregister ikke ønsker å drive avregnings- og oppgjørsvirksomhet, vil det nødvendigvis måtte være tilknyttet et eller flere systemer som driver slik virksomhet. Også ved en slik organisering vil det kunne være aktuelt å sette krav ovenfor registeret knyttet til hvordan avregning og oppgjør av handler med finansielle instrumenter registrert i registeret skal gjennomføres. Det bør bl.a. ved behandlingen av konsesjonssøknad fra verdipapirregister legges vekt på at avregning og oppgjør utføres av verdipapiroppgjørssystem som er underlagt regulering og tilsyn. Departementet vil på bakgrunn av det ovennevnte ikke foreslå endringer i betalingssystemloven som innebærer konsesjonsplikt for verdipapiroppgjørssystemer.

4.3 Konsesjonsbehandlingen - konsesjonsmyndighet, konsesjonssøknad mv.

4.3.1 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår at konsesjonsmyndigheten legges til Finansdepartementet.

Utvalget foreslår at det stilles krav til innholdet av konsesjonssøknader. Utvalget uttaler bl.a. (NOU 2000: 10 s. 59):

«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.»

Utvalget foreslår at konsesjonsmyndigheten gis rett til å kreve fremlagt ytterligere opplysninger dersom det som er fremlagt vurderes som utilstrekkelig for å behandle søknaden.

For å sikre en effektiv behandling av saken, foreslår utvalget at det fastsettes en frist for konsesjonsmyndighetene på seks måneder å ferdigbehandle saken. Det heter om dette (NOU 2000: 10 s. 59):

«En slik frist er gitt for konsesjonsbehandlingen av verdipapirforetak, jf. verdipapirhandelloven § 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 konsesjonssaken.»

Utvalget har videre lagt til grunn at konsesjonsmyndigheten vil kunne stille vilkår for konsesjonen hvis det anses nødvendig av hensyn til de formål loven

skal fremme. Det anses fra utvalgets side at en slik adgang følger av alminnelig forvaltningsrett.

Utvalget har, når det gjelder spørsmålet om det skal kunne gis betinget konsesjon, vist til den drøftelsen Børslovutvalget har foretatt i NOU 1999: 3 s. 239. Betinget konsesjon innebærer at det gis konsesjon med vilkår om at konsesjonspliktig virksomhet ikke kan starte opp før visse vilkår for konsesjonen er oppfylt. Utvalget slutter seg til de vurderinger som er gjort av Børslovutvalget, og har derfor ikke foreslått et forbud mot betinget konsesjon.

4.3.2 Høringsinstansenes merknader

Norsk Oppgjørssentral ASA (NOS) har «ikke vesentlige innsigelser» mot at konsesjonsmyndigheten legges til departementet, men peker på at et alternativ kan være å legge denne myndigheten til Kredittilsynet. NOS viser til at dette vil kunne ha betydning i forhold til klagereglene, og til at dette bidrar til «en harmonisering» av konsesjonsmyndigheten for verdipapiroppgjørssystemer etter lov om betalingssystemer.

Kredittilsynet uttrykker støtte for utvalgets vurderinger knyttet til bruk av betingede konsesjoner. Kredittilsynet uttaler:

Erfaring fra behandling av konsesjonssøknader for verdipapirforetak viser at tildeling av konsesjoner som er betinget av at bestemte forutsetninger skal oppfylles i ettertid, normalt ikke bør benyttes. Det bør imidlertid ikke nedfelles noe eksplisitt forbud i lovverket mot bruk av slike konsesjoner i tilfeller der dette likevel anses å være den mest hensiktsmessige løsningen.»

4.3.3 Departementets vurdering

Departementet er enig med utvalget i at konsesjonsmyndigheten bør legges til Finansdepartementet.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at det lovfestes nærmere regler om hva en konsesjonssøknad skal inneholde, og at departementet skal kunne be om ytterligere opplysninger dersom det som er framlagt vurderes som utilstrekkelig for å behandle søknaden. Utvalget har foreslått at det fastsettes en frist for konsesjonsmyndigheten på seks måneder for å ferdigbehandle saken. Det er i noen sammenhenger satt frist for konsesjonsbehandling på finansområdet. Dette har bakgrunn i EØS-forpliktelser. Det er ikke slike forpliktelser med hensyn til denne type konsesjonssaker. En tilsvarende frist gjelder imidlertid for søknader etter børsloven. Departementet foreslår derfor at det fastsettes en slik frist også i lov om registrering av finansielle instrumenter. Fristen skal løpe fra det tidspunkt konsesjonsmyndighetene har mottatt all nødvendig informasjon for å fatte vedtak. Det understrekes at en eventuell overskridelse av fristen ikke vil gi søker et rettskrav på konsesjon.

Departementet er enig med utvalget og Kredittilsynet i at det ikke bør lovfestes noe forbud mot betingede tillatelser, men viser til utvalgets og Kredittilsynets synspunkter når det gjelder å utvise forsiktighet ved bruk av betingede tillatelser. Departementet slutter seg til dette.

Departementet viser til at utvalget har lagt til grunn at konsesjonsmyndigheten på grunnlag av alminnelig forvaltningsrett vil ha anledning til å sette vil-

kår for tillatelsen dersom det anses nødvendig av hensyn til de formål loven skal fremme. Departementet slutter seg til utvalgets vurdering på dette punkt.

4.4 Endring og tilbakekall av konsesjon

4.4.1 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår at departementet på visse vilkår helt eller delvis skal kunne endre, herunder sette nye vilkår, eller tilbakekalle tillatelse til å drive verdipapirregister.

For det første foreslås det at adgang til å endre/tilbakekalle konsesjonen skal foreligge hvor konsesjonshaver ikke gjør bruk av tillatelsen innen tolv måneder, gir uttrykkelig avkall på tillatelsen eller har opphørt å drive verdipapirregistreringsvirksomhet i mer enn seks måneder.

Videre foreslås det at adgang til å endre/tilbakekalle konsesjonen skal foreligge i de tilfeller hvor konsesjonshaver har fått tillatelsen ved hjelp av uriktige opplysninger eller andre uregelmessigheter. Som eksempel på aktuelle tilfeller viser utvalget til tilfeller hvor det er gitt feilaktige opplysninger i konsesjonssøknaden. Utvalget uttaler i denne forbindelse at konsesjonsmyndighetene, etter omstendighetene, må kunne se an situasjonen i slike tilfeller. Dersom feilen ikke beror på en bevisst feil, må konsesjonsmyndighetene ifølge utvalget kunne vurdere å godta at feilen rettes opp.

Utvalget foreslår videre at adgang til å endre/tilbakekalle konsesjonen skal foreligge hvor konsesjonshaver ikke lenger oppfyller de vilkår som kreves for tillatelsen, herunder kravene til ansvarlig kapital. Det uttales i denne forbindelse følgende (NOU 2000: 10 s. 66):

«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. Utvalget uttaler om dette (NOU 2000: 10 s. 66):

«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. Etter utvalgets syn vil dette typisk kunne 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.

Utvalget foreslår at konsesjonen også skal kunne trekkes tilbake der foretaket ikke etterkommer pålegg fra tilsynsmyndighetene.

4.4.2 Høringsinstansenes merknader

Ingen av høringsinstansene har hatt merknader til utvalgets forslag på dette punkt.

4.4.3 Departementets vurderinger

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at departementet under visse omstendigheter, skal ha adgang til helt eller delvis å endre, herunder sette nye vilkår, eller tilbakekalle tillatelse til å drive verdipapirregister. Det vises til lovforslaget § 3-3. En tilsvarende bestemmelse gjelder for børser og autoriserte markedsplasser etter børsloven § 2-3.

Departementet slutter seg også til utvalgets forslag om at tilbakekall av eller endring i tillatelsen skal kunne foretas dersom foretaket ikke gjør bruk av tillatelsen innen tolv måneder, gir uttrykkelig avkall på tillatelsen eller har opphørt å drive registeret i mer enn seks måneder. Videre skal tillatelsen kunne endres eller tilbakekalles dersom foretaket har fått tillatelsen ved hjelp av uriktige opplysninger eller andre uregelmessigheter.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at tilbakekall av eller endring i tillatelsen skal kunne foretas dersom foretaket ikke lenger oppfyller de vilkår som kreves for tillatelsen, uavhengig av om det aktuelle vilkåret er fastsatt i lov eller i medhold av lov.

Utvalget har foreslått at konsesjonen skal kunne endres eller tilbakekalles dersom 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. Departementet viser til at det i verdipapirhandelloven § 12-5 nr. 5 og børsloven § 2-3 annet ledd bokstav d) er fastsatt at tillatelsen helt eller delvis kan tilbakekalles dersom *foretaket* foretar alvorlige eller systematiske overtredelser av bestemmelser gitt i eller i medhold av lov. Departementet foreslår at en benytter denne løsningen også overfor verdipapirregistre, dvs. at adgangen til å endre/tilbakekalle tillatelsen knyttes til lovovertridelser begått av foretaket. Departementet legger til grunn at lovbrudd foretatt av de personer som var nevnt i utvalgets forslag etter en konkret vurdering vil kunne få konsekvenser for foretaket. Ordlyden legger ingen begrensinger på hvilke lovbrudd som omfattes av bestemmelsen. Særlig relevant vil imidlertid være brudd på lover eller forskrifter av stor betydning for den virksomheten et verdipapirregister driver.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at tillatelsen skal kunne endres eller tilbakekalles dersom mislige forhold hos verdipapirregisteret gir grunn til å frykte at en fortsettelse av virksomheten kan skade allmenne interesser, jf. lovforslaget § 3-3.

Departementet slutter seg også til utvalgets forslag om at tillatelsen skal kunne endres eller trekkes tilbake dersom verdipapirregisteret ikke etterkommer pålegg gitt av Kredittilsynet. For øvrig viser departementet til den

alminnelige adgang til å omgjøre enkeltvedtak etter forvaltningsloven § 35. En slik omgjøringsadgang vil også kunne omfatte konsesjonsvedtak.

For børser gjelder en regel om at konsesjonen bortfaller ved konkurs eller offentlig akkordforhandling. Departementet viser i denne sammenheng til forslaget om at reglene om offentlig administrasjon skal gjelde ved avvikling av verdipapirregister jf. kapittel 15.

4.5 Sammenslåing og deling av verdipapirregister og avhendelse av virksomhet

4.5.1 Gjeldende rett

Gjeldende verdipapirsentrallov inneholder ingen regler om sammenslåing, deling og avhendelse av virksomhet.

4.5.2 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår at vedtak om sammenslåing og deling av verdipapirregister skal treffes av generalforsamlingen med flertall som for vedtektsendring. Tilsvarende er foreslått gjelde for avhendelse av en vesentlig del av foretakets virksomhet. Det er foreslått at departementet i tilstilfelle kan avgjøre om en avhendelse omfatter en vesentlig del av foretakets virksomhet. Utvalget foreslår videre at vedtak om sammenslåing og deling av verdipapirregister, og avhendelse av en vesentlig del av foretakets virksomhet skal meddeles departementet før vedtaket gjennomføres. Etter utvalgets forslag kan departementet innen tre måneder nekte vedtaket gjennomført eventuelt sette vilkår for gjennomføringen eller endre den foreliggende konsesjon. Det vises til utkastet §§ 3-4 og 4-5.

4.5.3 Høringsinstansenes merknader

Ingen av høringsinstansene har hatt materielle merknader til utvalgets forslag.

4.5.4 Departementets vurdering

Departementet er enig med utvalget i at vedtak om sammenslåing og deling av verdipapirregister bør treffes av generalforsamlingen med flertall som for vedtektsendring. Dette følger imidlertid allerede av allmennaksjeloven § 13-3 annet ledd og § 14-6 første ledd for henholdsvis fusjon og fisjon, som vil komme til anvendelse for et verdipapirregister.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at vedtak om avhendelse av en vesentlig del av den konsesjonspliktige virksomhet skal treffes av generalforsamlingen med flertall som for vedtektsendringer. Utvalgets forslag går her lenger enn hva som følger av allmennaksjeloven. Etter departementets oppfatning tilsier et verdipapirregisters samfunnsmessige betydning at de samme krav stilles til foretakets avgjørelse om å avhende en vesentlig del av den konsesjonspliktige virksomhet, som til avgjørelser om sammenslåing og deling av virksomheten. Det vises til lovforslaget § 4-6.

Utvalget har foreslått at vedtak om sammenslåing og deling av verdipapirregister og avhendelse av en vesentlig del av den konsesjonspliktige virksomhet

heten bør underlegges myndighetenes kontroll og krav om samtykke. Det vises til at dette vil gi konsesjonsmyndigheten bedre mulighet til å vurdere om forutsetningene for konsesjon fortsatt vil være oppfylt for det foretak som skal videreføre den konsesjonspliktige virksomhet. Departementet er enig i utvalgets forslag. Det vises til lovforslaget § 4-6.

5 Organisasjonsform

5.1 Gjeldende rett

Verdipapirsentralen er etter gjeldende rett organisert som en selveiende institusjon organisert etter reglene i verdipapirsentralloven, jf. vpsl. § 2-1. På bakgrunn av at VPS etter gjeldende lov har enerett til å foreta registreringer, er det således ikke adgang til å etablere verdipapirregistre som aksjeselskap. VPS kan heller ikke uten lovendring omdannes til en annen selskapsform.

5.2 Utvalgets forslag

Utvalget har foretatt en gjennomgang av ulike organisasjonsformer med tanke på hvilken organisasjonsform som vil være hensiktsmessig for verdipapirregistre, jf. NOU 2000: 10 s. 51 følgende. I vurderingen av de ulike organisasjonsformer uttaler utvalget bl.a. (NOU 2000: 10 s. 54):

«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 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. Utvalget uttaler videre (NOU 2000: 10 s. 54):

«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. kap. 7.2, og at utvalgets flertall foreslår en opphevelse av registreringsplikten, mener utvalget at VPS har små muligheter til å utnytte en faktisk monopolsituasjon 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 konsernmødeller, 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.

Utvalget har videre vurdert hvorvidt verdipapirregistreringsvirksomhet bør kunne drives som en stiftelse (selveiende institusjon). Det vises i den sammenheng til Børslovutvalgets drøftelse av denne organisasjonsformen i NOU 1999: 3 s. 180.

Utvalgets flertall uttaler bl.a. (NOU 2000: 10 s. 55-56):

«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. Dersom 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 både for Verdipapircentralen og eventuelle nyetableringer. Etter flertallets syn bør derfor verdipapirregistreringsvirksomhet, herunder VPS, drives som aksjeselskap. Fler-

tallet 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 til aksjeselskap eller ikke.

Et mindretall i utvalget (1 medlem) 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. Dette mindretallet uttaler (NOU 2000: 10 s. 56):

«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.»

Et annet mindretall uttaler (NOU 2000: 10 s. 189):

«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.»

Når det gjelder spørsmålet om verdipapirregistre skal organiseres som aksjeselskap og/eller allmennaksjeselskap uttaler utvalget:

«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 foreslår at verdipapirregistre skal drives som allmennaksjeselskap.

5.3 Høringsinstansenes merknader

Justisdepartementet er enig med utvalgets mindretall i at mye taler for å videreføre VPS som en selvstendig stiftelseslignende institusjon selv om Verdipapirsentralens rettslige monopol oppheves. Justisdepartementet uttaler videre:

«Vi vil særlig fremheve at Verdipapirsentralen i dag er styrt gjennom representanter for registerets brukergrupper. Det er derfor vanskelig å se at argumentet om at stiftelser generelt har en svak lojalitetsforankring til brukergruppene skulle ha noen vekt her, jf. sitatet fra Børslovutvalgets utredning (NOU 1999: 3 s. 180) på s. 55. Vi er heller ikke overbevist om at argumentet om at stiftelser kan ha vanskeligere tilgang på egenkapital, tilsier et forbud mot bruk av stiftelsesformen.

På den andre side kan hensynet til en enkelt og hensiktsmessig lovstruktur tilsi at man begrenser valgdgangen når det gjelder organisasjonsformer som tillates. Særlig hvis det i praksis bare vil finnes ett verdipapirregister også i fremtiden, kan det virke overdrevent å belaste lovteksten med regler som åpner for flere mulige organisasjonsformer. Vi er derfor av den oppfatning at man i hvert fall bør begrense

valgadgangen til å gjelde formen selveiende institusjon og allmennaksjeselskap.

Når det gjelder et eventuelt krav om at verdipapirregistre skal drives i form av allmennaksjeselskap, må det imidlertid vurderes om dette er forenlig med Norges forpliktelser etter EØS-avtalen. Vi viser til at et slikt krav innebærer en etableringsplikt for utenlandske selskaper som vil drive verdipapirregister i Norge. Videre innebærer det at utenlandske aktører som ønsker å drive verdipapirregister i det norske markedet, er nødt til å etablere et norsk datterselskap».

Sparebankforeningen i Norge støtter forslaget om at verdipapirregistre skal kunne organiseres som allmennaksjeselskap. Sparebankforeningen mener at å åpne for denne selskapsformen vil gjøre det mer sannsynlig at det etableres konkurrenter til VPS, og slik konkurranse anses prinsipielt ønskelig. Sparebankforeningen mener imidlertid at verdipapirregistre også bør kunne organiseres som selveiende institusjon. Sparebankforeningen uttaler:

«Sparebankforeningen kan imidlertid ikke se at flertallet i utvalget har framkommet med noen overbevisende argumentasjon for at verdipapirregister ikke lenger skal kunne etableres som selveiende institusjon. Flertallets argumenter på s 55-56 er i hovedsak en oppregning av hvorfor flertallet anser ASA som en bedre selskapsform, og ikke hvorfor selveiende institusjon er uegnet. Etter vårt syn vil det kunne være fordeler og ulemper ved begge selskapstyper, og valget bør tas av det enkelte register. I det hele framstår det som en noe merkverdig motsetning at utvalgets flertall, som legger så stor vekt på deregulering, ikke tør overlate valg av selskapsform til registrene selv.

Som det framgår vil Sparebankforeningen her gi klar støtte til dissensen fra utvalgets mindretall (L'Abée-Lund), og viser til mindretallets nærmere begrunnelse på s 56 i utredningen.

Som kjent foreslo et enstemmig børslovutvalg (NOU 1993:3) at det skulle være valgfritt for børser om de ville organisere seg som ASA eller som selveiende institusjon. Sparebankforeningen kan ikke se at verdipapirregistre står i noen annen stilling. Å opprettholde selveiende institusjon som alternativ nødvendiggjorde ett ekstra ledd i én paragraf (børslov-utvalgets lovutkast § 3-2 annet ledd). Samme teknikk kan benyttes også i ny lov om verdipapirregistre, og adgangen til å etablere verdipapirregistre som selveiende institusjon vil altså ikke være særlig kompliserende lovgivningsmessig.

[...]

I tråd med dette kan Sparebankforeningen ikke se tilstrekkelig grunn til å pålegge dagens Verdipapirsentral å omdanne seg til ASA. 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 et tjenestetilbud tilpasset brukernes behov, foreligger et meget sterkt incitament - også økonomisk - for de styrende organer til å sørge for at VPS drives mest mulig effektivt. Om VPS likevel skulle mene at ASA-formen er bedre, vil Sparebankforeningen som utgangspunkt ikke ha innvendinger mot det. Vårt poeng er at valget bør overlates til VPS selv.»

*Konkurransetilsynet*uttaler bl.a.:

«Som utvalget har påpekt vil et allmennaksjeselskap trolig gi bedre incentiver til effektiv drift i et marked med flere konkurrerende aktører. Dette behøver imidlertid ikke være tilfelle i et marked med bare én aktør. Konkurransetilsynet savner derfor en bredere vurdering av de

samfunnsøkonomiske konsekvensene av en slik endring i selskapsform i det tilfelle at VPS får et de facto monopol».

Finansnæringens Hovedorganisasjon (FNH) mener at det vil være nødvendig at et verdipapirregister organiseres slik at registeret raskt kan tilpasse seg endringer i markedsforhold og teknologi. FNH mener at organisering som aksjeselskap i så måte fremstår som hensiktsmessig. Det heter videre:

«Tillegges et verdipapirregisters sentrale betydning for et stort antall aktører og behov for egenkapital ut fra risikoen knyttet til slik virksomhet, bør registeret organiseres som allmennaksjeselskap.

Bedret effektivitet i verdipapirmarkedet, krever at alle leddene i verdipapirkjeden vurderes i sammenheng. Lovgivningen bør ikke være til hinder for at disse leddene i infrastrukturen også må kunne vurderes i en strukturell og organisasjonsmessig sammenheng for å kunne oppnå rasjonell løsninger. Det er disse forhold som FNH legger hovedvekt på når vi går inn for at et verdipapirregister (herunder VPS) som hovedregel skal organiseres som allmennaksjeselskaper.

FNH mener likevel at det bør være anledning for konsesjonsmyndighetene å tillate aksjeselskapsform og annen styresammensetning (mindre enn fem styremedlemmer) dersom det er tale om verdipapirregister som kun driver virksomhet innenfor spesielle finansielle instrumenter og at disse kun omsettes gjennom et begrenset antall verdipapirforetak.»

Kredittilsynet støtter utvalgets flertall i at verdipapirregistre bare kan organiseres som allmennaksjeselskap. Kredittilsynet anser denne selskapsformen som bedre egnet til å ivareta hensynet til effektivitet og fleksibilitet i forhold til den fremtidige organiseringen av infrastrukturen i verdipapirsektoren enn andre mulige organisasjonsformer. Kredittilsynet viser også til at en slik organisering vil kunne forenkle prosessen for tilførsel av ny kapital. Tilsynet legger dessuten vekt på at aksjeselskapsformen fremstår som en gjennomregulert selskapsform, både for så vidt gjelder organisering og ansvarsforhold.

Også *Norges Bank* støtter utvalgets flertall i at verdipapirregistre skal etableres og drives som allmennaksjeselskap. Norges Bank legger vekt på at aksjeselskapsformen ikke krever utvidet særlovgivning, og at en slik form vil være mest hensiktsmessig hvis utviklingen går mot økt integrasjon av verdipapirregistre, børser og oppgjørssentraler i både det norske og internasjonale verdipapirmarkedet. Norges Bank mener videre det er et viktig moment at aksjeselskapsformen er velkjent og ofte brukt i tilsvarende utenlandske institusjoner.

Verdipapirsentralen støtter utvalgets flertall i at verdipapirregistre skal organiseres som allmennaksjeselskap, og at dette innebærer en tvungen omdannelse av VPS. Verdipapirsentralen uttaler:

«Aksjeselskapsformen er en hensiktsmessig organisasjonsform i forhold til behovet for fleksibilitet i forbindelse med den raske utviklingen i verdipapirmarkedet - særlig i forhold til eventuelle behov for integrasjon mellom ulike ledd i verdipapirkjeden. Aksjeselskapsformen er dessuten kjent og velregulert og behovet for særregulering blir derfor mindre enn ved andre organisasjonsformer i tilsvarende utenlandske institusjoner og at det vil være en ubetinget fordel at norske register har en organisasjonsform som er kjent blant internasjonale aktører».

Norsk Oppgjørssentral ASA og Verdipapirfondenes Forening gir uttrykk for tilsvarende synspunkter som Norges Bank og VPS.

Næringslivets Hovedorganisasjon (NHO) er også av den oppfatning at virksomheten bør drives i et allmennaksjeselskap. NHO uttaler:

«NHO er enig i at VPS ikke lenger bør være en selveiende institusjon, men omdannes til aksjeselskap. En organisering som selveiende institusjon har flere uheldige sider. Det er uheldig at man ikke har en eierinnflytelse med aktivt eiermakt. Aktivt eierskap sikrer at noen er villige til å ta større ansvar for virksomheten.

En selveiende institusjon har ikke mulighet til å skaffe egenkapital, men er avhengig av fremmedkapitalfinansiering. Muligheten til å skaffe risikovillig kapital er mindre når man ikke har eiere som er villig til å ta både ansvar og risiko.

En selveiende institusjon er i dag organisert slik at organisasjonsformen vanskeliggjør organisatoriske tilpasninger i forhold til det som gjelder for andre selskapsmodeller. Selveiende institusjoner kan for eksempel ikke fusjoneres med andre selskaper.

NHO finner det derfor direkte uheldig å organisere en verdipapirsentral som en selveiende institusjon da dette vil kunne være et hinder for nødvendig omorganisering og strukturendringer.»

Arbeids- og administrasjonsdepartementet mener en endring av organisasjonsform til allmennaksjeselskap vil kunne legge til rette for internasjonale fusjoner og allianser som vil kunne styrke effektiviteten i det norske markedet. Også *Norges Fondsmeglerforbund* og *Oslo Børs* er enig med utvalgets flertall i at verdipapirregistre skal organiseres som allmennaksjeselskaper.

5.4 Departementets vurdering

Sentrale hensyn bak regler for registrering av finansielle instrumenter er å legge til rette for et sikkert, effektivt og velfungerende verdipapirmarked. Det må i denne sammenheng tas hensyn til den frie flyt av kapital over landegrensene som synes å være økende. Som nevnt i kapittel 4 har den teknologiske utviklingen og reduserte lovfestede hindringer for kapitalflyt over landegrensene medført en integrasjon av kapitalmarkedene. Dette har medført at det er relativt enkelt for norske investorer å investere i utenlandske kapitalmarkeder, samtidig som utenlandske investorer har en enkel tilgang til det norske markedet. Denne utviklingen vil trolig fortsette. Regelverket for organiseringen av verdipapirregistrering bør utformes slik at hensynet til et sikkert, effektivt og velfungerende verdipapirmarked ivaretas, samtidig som det tar hensyn til den fremtidige utviklingen i verdipapirmarkedet.

Departementet antar at organisering som allmennaksjeselskap vil kunne ivareta disse hensynene ved at denne selskapsformen gir mulighet for effektive beslutningsprosesser og fleksibel ledelse. Allmennaksjeselskapsformen gir videre en hensiktsmessig regulering av styrets og ledelsens ansvar og oppgaver. Det vises også til at allmennaksjeloven inneholder regler om vern av kreditorer og et krav til forsvarlig egenkapital i forhold til virksomhetens omfang og risiko. Organisering som allmennaksjeselskap gir videre mulighet for direkte innflytelse fra eierne til selskapets ledelse noe som vil kunne bidra til rasjonell og økonomisk drift.

Allmennaksjeselskapsformen vil også gi muligheter for egenkapitalfinansiering gjennom adgang til utstedelse av aksjer mot nytegning, opptak av konvertible lån mv. Allmennaksjeselskapsformen vil legge til rette for etablering av holdingmodeller, hvor ulike deler av virksomheten kan isoleres i enkeltstående juridiske enheter av hensyn til bl.a. ulikeartede risikoaspekter. Allmennaksjeselskapsformen vil også åpne for eventuell integrasjon med andre deler av verdipapirkjeden. Det vises også til at verdipapirregistrene i Sverige og Danmark er organisert som aksjeselskap.

Departementet viser videre til at det de siste årene også har skjedd en integrasjon mellom de nordiske verdipapirmarkedene, først fremst ved at de nordiske børsene har inngått i Norex samarbeidet. Dette samarbeidet innebærer at de nordiske børsene vil ha én felles ordrebok. Det kan heller ikke utelukkes at integrasjonen på sikt vil forsterkes. Etter departementets syn bør et norsk verdipapirregister organiseres på en måte som gjør det mulig å tilby oppgjørs- og registreringstjenester som tilfredsstiller de behov som handel over landegrensene vil medføre. Dette innebærer bl.a. at registeret bør kunne tilby tjenester som gjør det enkelt for investorer å være eksponert i de forskjellige nasjonale markedene. Slike tjenester kan for eksempel være konti som dekker en investors totale beholdning, uavhengig av hvor de finansielle instrumentene er omsatt og uavhengig av utsteders hjemhørighet. Etter departementets syn vil slike tjenester lettere kunne tilbys dersom verdipapirregisteret kan inngå allianser eller samarbeid med utenlandske verdipapirregistre, og da særskilt de nordiske. Departementet antar at slike allianser lettere vil kunne inngås dersom virksomheten organiseres som aksjeselskap.

Det har vært anført at Verdipapirsentralen ikke bør kunne organiseres som aksje-/allmennaksjeselskap så lenge den vil være den eneste tilbyder av registreringstjenester i det norske markedet, og således ikke vil være underlagt konkurranse. Departementet viser for det første til det ovennevnte vedrørende integreringen av de nordiske markedene. Det kan i den sammenheng anføres at et norsk register, en omdannet Verdipapirsentral eller eventuelle nyetableringer, til en viss grad allerede vil være underlagt konkurranse fra andre nordiske tilbydere av registreringstjenester. Departementet viser videre til at høy markedsandel ikke i seg selv er ensbetydende med markeds-makt. Dersom nye aktører har en reell mulighet til å etablere seg i det samme markedet som en aktør med høy markedsandel, vil denne muligheten alene kunne virke begrensende på foretakets prising og markedsadferd for øvrig. Det vises i den forbindelse til drøftelsen i kapittel 4.

Et mindretall i utvalget har foreslått at Verdipapirsentralens virksomhet deles i en registerdel og en oppgjørssdel, hvor registerdelen videreføres som en selveiende institusjon mens oppgjørssdelen organiseres som aksjeselskap. Etter departementets syn er det usikkert hvorvidt en slik modell vil kunne dekke de behov som verdipapirmarkedene etterspør. I et slikt tilfelle vil registeret kunne ha monopol (faktisk eller rettslig), mens oppgjørsvirksomheten vil være underlagt konkurranse. Aktørene i verdipapirmarkedet vil således kunne velge å gjøre opp handlene i andre oppgjørssystemer mens registreringen på den enkelte konto, for så vidt gjelder norske verdipapirer som eventuelt er underlagt pliktig registrering, må gjøres i registerdelen. Dette vil for det første kunne medføre at det norske oppgjørssystemet får lavere likviditet noe

som igjen vil kunne medføre økte kostander pr. transaksjon. Videre vil en slik løsning kunne medføre at norske investorers beholdninger av utenlandske finansielle instrumenter i større grad registreres i et utenlandsk register. Registerdelen vil således kunne tape volumer. På bakgrunn av at et register har en høy andel faste kostnader vil dette kunne medføre økte kostnader knyttet til den enkelte registrering. Videre vil det ut fra tilsyns- og kontrollhensyn, herunder skatterapportering kunne sies å være en fordel at norske investorer har sine beholdninger av finansielle instrumenter registrert i et norsk register, også i de tilfeller der disse investorene innehar utenlandske finansielle instrumenter. Departementet har på bakgrunn av det ovennevnte kommet til at det ikke vil foreslå en løsning som består i en deling av virksomheten i en registerdel og en oppgjørssdel.

Et annet mindretall i utvalget har foreslått at verdipapirregistrering skal kunne drives i selveiende institusjon, uten at virksomheten deles i en registerdel og en oppgjørssdel. Etter departementets syn vil organisering som selveiende institusjon ikke i samme grad som et verdipapirregister organisert som aksjeselskap kunne møte de utfordringer som et marked i rask utvikling innebærer. Bl.a. vil organisering som selveiende institusjon gi mindre fleksibilitet til å møte eventuelle strukturendringer. Det vises i denne sammenheng til at andre sentrale institusjoner i verdipapirkjeden er organisert som aksjeselskap, og til at verdipapirregistrene i bl.a. Danmark og Sverige har en tilsvarende organisasjonsform. Flere høringsinstanser har pekt på at Børslovutvalget foreslo valgtrett mht. organisasjonsform for børser NOU: 1999: 3 s. 178. Utvalgets forslag ble imidlertid ikke fulgt opp på dette punktet og resultatet ble at også børser må organiseres som aksjeselskap, jf. nærmere omtale i Ot.prp. nr. 73 (1999-2000) s. 48-49 og Innst. O. nr. 3 (2000-2001) s. 15

Departementet mener på bakgrunn av det ovennevnte at et verdipapirregister best kan møte de krav som stilles til virksomheten dersom det organiseres som allmennaksjeselskap. Departementet er for øvrig enig med utvalget i at spørsmålet om organisasjonsform må anses å være et så viktig strukturspørsmål at det bør avgjøres av lovgiver. Det bør derfor etter departementet syn ikke legges opp til at spørsmålet om organisasjonsform avgjøres av Verdipapirsentralens egne organer.

Departementet er enig med utvalget i at verdipapirregistrering må stiftes og drives som allmennaksjeselskap. Det foreslås derfor ikke at det gis anledning til å drive slik virksomhet organisert som aksjeselskap. Departementet mener i likhet med utvalget at et verdipapirregister bør ha anledning til å hente inn egenkapital ved emisjoner til allmennheten, og at det strengeste regelsett med hensyn til bl.a. krav til aksjekapital, styresammensetning, regnskapskrav, fusjon og fisjon, skal komme til anvendelse. Departementet viser for øvrig til at både verdipapirforetak og oppgjørssentraler etter verdipapirhandeloven, og børser og autoriserte markedsplass etter børsløven, skal være organisert som allmennaksjeselskap. Departementet foreslår på bakgrunn av det ovennevnte at konsesjon til verdipapirregistrering i utgangspunktet kun kan gis til allmennaksjeselskap.

Et særskilt spørsmål er om det bør gjelde et tilsvarende krav overfor utenlandske verdipapirregistre som ønsker å drive konsesjonspliktig virksomhet i Norge. Det vil etter departementets syn kunne være særlig uheldig dersom én

stor aktør oppnår markedsrett i Norge, jf. omtale av markedsrett i kapittel 4. Et absolutt krav om etablering av datterselskap i Norge vil kunne vanskeliggjøre nyetableringer i det norske markedet. Videre kan ikke departementet se at det foreligger tungtveiende offentligrettslige hensyn i mot at utenlandske verdipapirregistre gis anledning til å drive konsesjonspliktig virksomhet i Norge uten å etablere et norsk allmennaksjeselskap. Departementet foreslår derfor at utenlandske verdipapirregistre gis adgang til å drive konsesjonspliktig virksomhet i Norge uten å etablere et norsk allmennaksjeselskap. Det presiseres at virksomheten uansett vil måtte ha tillatelse fra norske myndigheter. Det vil i den forbindelse kreves at registeret underlegges de alminnelige virksomhetsreglene, mens de organisatoriske krav ikke vil måtte være identiske. Det vises til at det ikke gjelder et sk. «single passport» for registertjenester innen EØS. Det foreslås at departementet gis hjemmel til å fastsette nærmere regler for slike utenlandske registre. I en slik forskrift vil det bl.a. måtte foretas en nærmere vurdering av i hvilken grad det er behov for særskilte unntak fra lovens bestemmelser for utenlandske registre. Dette gjelder bl.a. selskapsrettslige bestemmelser, virksomhets- og eierbegrensningsregler og reglene om registrering av rettigheter til finansielle instrumenter. Departementet legger imidlertid til grunn at reglene om rettsvirkninger av registrering må gjelde for slike utenlandske registre, siden det er disse rettsvirkningene konsesjonsplikten er knyttet til. Videre må det kunne kreves at utenlandske registre underlegges de alminnelige reglene om taushetsplikt og innsynsrett. Dette har særlig sammenheng med reglene om registreringsplikt som er nærmere omtalt i kapittel 8, og departementets forslag om at registreringsplikten vil kunne oppfylles ved registrering i et slikt utenlandsk register. Det vil også være særlig viktig at det utenlandske registeret oppfyller lovbestemte plikter i forbindelse med skattekontroll og effektivt tilsyn av verdipapirmarkedet. Et minstekrav i den forbindelse er at registeret oppfyller de plikter som settes til forvalter i et norsk verdipapirregister, jf. nærmere omtale i pkt 9.3.

Departementets forslag innebærer at Verdipapirsentralen pålegges en plikt til å omdanne seg til allmennaksjeselskap, og det vil dermed være behov for overgangsregler knyttet til dette. Overgangsreglene er omtalt i kapittel 17.

6 Krav til organisering - organer, ledelse, vedtekter, kapitalkrav etc.

6.1 Gjeldende rett

Regler om Verdipapirsentralens organer og ledelse er gitt i vpsl. kapittel 2.

Representantskapet er VPS' øverste organ, jf. vpsl. § 2-4. Representantskapet oppnevnes av Kongen etter nærmere regler gitt i forskrift 25. oktober 1985 nr. 3040. Reglene for sammensetningen av representantskapet innebærer at brukerne av VPS' tjenester er representert. Representantskapet fastsetter VPS' vedtekter.

Representantskapet velger Verdipapirsentralens styre, som er øverste utøvende organ. Styret skal sammen med administrerende direktør sørge for en tilfredsstillende organisering og drift av VPS' virksomhet i samsvar med reglene i verdipapirsentralloven, vedtektene og representantskapets vedtak, jf. vpsl. § 2-8. Styret ansetter administrerende direktør som har ansvaret for den daglige driften av VPS' virksomhet.

Videre skal VPS etter vpsl. § 2-11 ha en kontrollkomité som 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.

Det følger av vpsl. § 2-3 at Verdipapirsentralen skal ha vedtekter. Vedtektene fastsettes av representantskapet. Vedtektene og senere endringer skal godkjennes av Kongen.

Verdipapirsentralen er underlagt forskrift 20. juni 1997 nr. 1057 om klargjøring av kontrollansvar, dokumentasjon og bekreftelse på den interne kontrollen.

Verdipapirsentralen er etter gjeldende rett ikke underlagt lovfestede kapitalkrav. Bakgrunnen er at dersom sentralen selv ikke kan dekke en forpliktelse, kan den kreve at denne skal dekkes av kontoførerne.

Utvalget har redegjort for gjeldende organisering av Verdipapirsentralen i NOU 2000: 10 s. 24 flg.

6.2 Endringsforslag

Et flertall av utvalget har foreslått at et verdipapirregister, herunder VPS, skal organiseres som et allmennaksjeselskap. Et samlet utvalget er av den oppfatning at organiseringen av verdipapirregistreringsvirksomhet i størst mulig grad bør følge av alminnelige selskapsrettslige regler. Utvalget har derfor lagt opp til, så langt det har funnet det hensiktsmessig, å la den selskapsrettslige reguleringen av verdipapirregistre følge av den nye aksjelovgivningen.

Et mindretall i utvalget finner det naturlig å ha stort sett samme organisering for registerdelen av nåværende VPS som for næringsdrivende stiftelser. Dette forslaget har sammenheng med dette mindretallets forslag til omdannelse. Det vises til NOU 2000: 10 s. 189.

6.2.1 Generalforsamling

Utvalgets forslag

Utvalget viser til at generalforsamlingen er et allmennaksjeselskaps øverste organ, der aksjonærene utøver sitt eierskap i selskapet. Utvalget har ikke funnet grunn til å foreslå særregler for generalforsamlingen utover de regler som følger av allmennaksjeloven.

Høringsinstansenes merknader

Ingen av høringsinstansene har hatt merknader til utvalgets forslag på dette punkt.

Departementets vurdering

Det følger av allmennaksjeloven at generalforsamlingen vil være øverste organ for verdipapirregister organisert som allmennaksjeselskap. Departementet finner i likhet med utvalget ikke grunn til å foreslå særregler om generalforsamlingen i et verdipapirregister.

6.2.2 Bedriftsforsamling

Utvalgets forslag

Utvalget foreslår ikke særregler om bedriftsforsamling for verdipapirregistre. Det vil si at allmennaksjelovens ordinære regler om bedriftsforsamling vil gjelde.

Høringsinstansenes merknader

Ingen av høringsinstansene har hatt merknader til utvalgets forslag på dette punkt.

Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at det ikke gis særregler om bedriftsforsamling for verdipapirregistre, slik at allmennaksjelovens alminnelige regler vil gjelde.

6.2.3 Styret og daglig ledelse

Utvalgets forslag

Etter asal. § 6-1 skal allmennaksjeselskap ha et styre med minst tre medlemmer. Utvalget foreslår at styret i et verdipapirregister skal bestå av minst fem medlemmer. Utvalget uttaler bl.a. (NOU 2000: 20 s. 61):

«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.»

Utvalget har videre foreslått at daglig leder ikke kan være medlem av styret. Utvalget har lagt vekt på de samme hensyn som Banklovkommisjonen har i NOU 1998: 14. Det vises til utvalgets begrunnelse i NOU 2000: 10 s. 62.

Utvalget viser til at styrets oppgaver er regulert i asal. §§ 6-12 og 6-13. Utvalget anser allmennaksjelovens regler for styrets oppgaver og ansvar for å være anvendelige også for verdipapirregistre, og har derfor ikke foreslått særregler om dette. Utvalget har heller ikke ansett det nødvendig med særregler for ansattrepresentasjon i styret.

Utvalget foreslår at det stilles særskilte krav til styremedlemmers og ledelsens kvalifikasjoner, og uttaler i denne sammenheng bl.a. (NOU 2000: 10 s. 62):

«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 verdipapirhandelloven § 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 bl.a. 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 oppgjørssentraler heter det i vphl. § 6-1 tredje ledd at «Den som faktisk leder oppgjørsvirksomheten skal ha relevant erfaring og ha ført en hederlig vandel».

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 bl.a. (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 god vandel 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 § 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.»

Utvalget viser videre til at et allmennaksjeselskap etter asal. § 6-12 og § 6-14 skal ha daglig leder som skal stå for den daglige ledelsen av selskapet. Utvalget foreslår ingen særregler for daglig ledelse i forhold til allmennaksjeloven. Det vises for øvrig til hva som er sagt ovenfor om styremedlemmers og ledelsens kvalifikasjoner.

Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet støtter utvalgets forslag om kvalifikasjonskrav for styre og daglig ledelse av et verdipapirregister. Kredittilsynet uttaler:

«Kredittilsynet finner grunn til å understreke at selv om det her ikke i lovteksten er gjennomført en differensiering av kravene til styremedlemmer og faktisk ledelse i foretaket, og det heller ikke er foretatt spesifisering av kravene til kvalifikasjoner og yrkeserfaring, vil det være nødvendig ved håndhevelsen av regelverket å se hen til hvilken rolle den enkelte skal spille i foretaket. Det vil for eksempel være naturlig å fastsette kravene til den daglige og faktiske ledelsen i foretaket slik at alle funksjoner er tilfedsstillende ivaretatt. I den grad noen i ledelsen besitter nødvendig kompetanse på et område, vil det ikke være nødvendig for samtlige i ledelsen å besitte den samme kompetansen. Det samme vil gjelde for kravene som stilles til styrets medlemmer. Vurdering av styrets kompetanse må gjøres på en slik måte at styret som kollegium besitter den kompetanse som er nødvendig for å fylle styrets oppgaver i en bedrift av denne type.»

Kredittilsynet mener det i enkelte tilfeller kan være vanskelig å innhente forhåndsgodkjennelse ved endringer i ledelsen. Tilsynet er derfor av den oppfatning at kravet til forhåndsgodkjennelse bør lempes noe, eksempelvis ved at det i bestemmelsen inntas «så vidt mulig». *Verdipapirsentralen* gir uttrykk for lignende synspunkter.

Norges Fondsmeglerforbund ser behovet for at Kredittilsynet skal kunne forhåndsvurdere enkeltpersoner, men er usikre på om dette alltid kan gjennomføres. Fondsmeglerforbundet stiller også spørsmål ved om det bør fastsettes frister for melding til Kredittilsynet, og for Kredittilsynets vurdering av de aktuelle personer.

Departementets vurdering

Departementet mener i likhet med utvalget at de funksjoner, den virksomhet og den samfunnsmessige betydning et verdipapirregister vil kunne ha, tilsier lovfesting av krav om et høyere antall styremedlemmer enn det minimum på tre medlemmer som følger av asal. § 6-1. Departementet viser i denne forbindelse til at børs. § 3-2 bestemmer at børsen skal ha et styre med minst fem medlemmer. Departementet viser videre til at Banklovkommisjonen i NOU 1998: 14 foreslår at finansforetak (unntatt datterselskap i finansforetak) skal

ha minst fem medlemmer, noe som er en videreføring av dagens krav til styret i forretningsbanker. Departementet slutter seg av den grunn til utvalgets forslag om at styret i et verdipapirregister skal bestå av minst fem medlemmer.

Etter asal. § 6-1 kan daglig leder i allmennaksjeselskap ikke velges som styreleder. Det er imidlertid etter allmennaksjeloven ikke noe forbud mot at daglig leder er medlem av styret. Banklovkommisjonen har i sin fjerde utredning om finansforetak (NOU 1998: 14) foreslått at daglig leder i finansforetak ikke skal kunne være medlem av styret. Bakgrunnen for Banklovkommisjonens forslag er et ønske om å gi styret en mer selvstendig stilling i forhold til den daglige ledelse i foretaket. Departementet mener i likhet med utvalget at de samme hensyn gjør seg gjeldende for verdipapirregister, og slutter seg til utvalgets forslag om at daglig leder ikke skal kunne være medlem av styret. Dette er i tråd med hva som gjelder for børs, jf. børs. § 3-2 første ledd annet punktum.

Utvalget har ikke ansett det nødvendig med særregler for ansatterepresentasjon i styret. Asal. §§ 6-4 og 6-5 gir de ansatte, dersom foretaket har flere enn 30 ansatte og ikke har bedriftsforsamling, rett til å velge et antall styremedlemmer og observatører avhengig av antall ansatte. Dersom foretaket har flere enn 200 ansatte og ikke bedriftsforsamling, følger det av allmennaksjeloven en plikt til å ha ansatterepresentanter i styret. Til forskjell fra gjeldende verdipapirsentrallov, der ansatterepresentantene kun skal supplere styret ved behandlingen av administrative saker, vil de ansattes representanter etter allmennaksjeloven være fullverdige styremedlemmer. Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at de alminnelige reglene i allmennaksjeloven om ansattes representasjon i styret skal gjelde for verdipapirregister.

Departementet finner i likhet med utvalget ikke grunn til å foreslå særlige regler som avviker fra allmennaksjelovens regler om styrets oppgaver, eller om fordeling av myndighet i forholdet mellom styret og daglig ledelse.

Departementet slutter seg videre til utvalgets forslag om at det ikke gis særregler i verdipapirregisterloven for daglig ledelse i et verdipapirregister.

Departementet foreslår i tråd med utvalgets forslag at styremedlemmer, daglig leder og andre som faktisk deltar i ledelsen av foretaket skal ha relevante kvalifikasjoner og yrkeserfaring. Avgjørelsen av hvem som faktisk deltar i ledelsen må etter departementets syn bero på en konkret vurdering. Kredittilsynet har bemerket at det ved håndhevelsen av kvalifikasjonskravet til styre og ledelse vil være nødvendig å se hen til hvilken rolle den enkelte skal ha i foretaket. Departementet slutter seg til Kredittilsynets merknader på dette punkt, og viser til at begrepet «relevante kvalifikasjoner og yrkeserfaring» i forslaget gir mulighet til å legge vekt på kvalifikasjonenes og erfaringens relevans i forhold til den stillingen som skal fylles.

Utvalget har foreslått at styremedlemmer, daglig leder og andre som faktisk deltar i ledelsen av verdipapirregisteret skal ha ført en hederligandel og for øvrig ikke ha gjort seg skyldige i straffbare forhold eller annen utilbørlig adferd som gir grunn til å anta at stillingen eller vervet ikke vil kunne ivaretas på en forsvarlig måte. Tilsvarende var foreslått for børs i NOU 1999: 3. I Ot.prp. nr. 73 (1999-2000) s. 55 heter det:

«Departementet anser kriteriet «gjort seg skyldig i straffbare forhold» for å være overflødig ved siden av kravet til hederligandel. Departe-

mentet legger til grunn at det ved vurderingen av om en leder eller et styremedlem oppfyller kravene til hederligandel, vil være naturlig å ta utgangspunkt i vandelsattest utstedt av politiet. Departementet finner ikke grunn til å forsøke å gi noen uttømmende oversikt over hvilke straffbare forhold som vil innebære at vandelskravet ikke er oppfylt, men viser til at aktuelle lovbrudd typisk vil være brudd på verdipapirhandellovgivningen, vinningsforbrytelser, brudd på selskapslovgivningen og for øvrig såkalt «økonomisk kriminalitet». Ved vurderingen bør det ses hen til hvor alvorlig det aktuelle forhold er. Det bør også kunne ses hen til hvor lang tid som er gått siden det aktuelle forhold fant sted. I utgangspunktet bør det foreligge dom for et straffbart forhold, men dette bør etter departementets syn ikke være noe ufravikelig krav. Det bør imidlertid etter departementets syn utvises forsiktighet med å legge til grunn at en person ikke oppfyller kravet til hederligandel dersom det ikke foreligger dom på straffbart forhold. Departementet finner ikke grunn til å konkretisere hva som kan være utilbørlig adferd, som gjør en person uskikket til å være leder eller styremedlem i børs, men viser til at den utilbørlige adferden må være av en slik art at den gir grunn til å anta at stillingen eller vervet ikke vil kunne ivaretas på en forsvarlig måte.»

Departementet antar at tilsvarende kan legges til grunn for kvalifikasjonskravet for styre og ledelse i et verdipapirregister. Departementet slutter seg ellers til utvalgets forslag. Det vises til lovforslaget § 4-1.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at et verdipapirregister skal gi Kredittilsynet melding ved endringer i foretakets styre og ledelse, og til at Kredittilsynet gis kompetanse til å pålegge at endringer ikke skal iverksettes dersom disse medfører at kravene til styre og ledelse ikke lenger vil være oppfylt. Departementet er enig med Kredittilsynet og Norges Fondsmeglerforbund i at det ikke alltid vil være mulig å innhente forhåndsgodkjennelse ved endringer i ledelsen. I forslaget er det derfor tatt inn forbeholdet «så vidt mulig» i tråd med Kredittilsynets merknader. Departementet er imidlertid ikke enig med Norges Fondsmeglerforbund i at det er behov for frister for melding til Kredittilsynet og for Kredittilsynets vurdering av de aktuelle personer. Departementet viser til at den påleggskompetansen som er foreslått lagt til Kredittilsynet må innbefatte kompetanse til å gi pålegg om at en endring ikke skal kunne gjennomføres før den er vurdert av tilsynet. Når det gjelder eventuell frist for Kredittilsynet til å fatte vedtaket viser departementet til at det følger av forvaltningsloven § 11a at avgjørelse skal skje uten ugrunnet opphold. Departementet mener det derfor ikke er behov for en fristregel som foreslått. Det vises til lovforslaget § 4-1.

6.2.4 Kontrollkomité

Utvalgets forslag

Utvalget viser til at VPS etter gjeldende lov § 2-11 skal ha en kontrollkomité, og at denne skal føre tilsyn med styrets disposisjoner, kontrollere at reglene som er fastsatt for virksomheten blir fulgt, og vurdere virksomheten ut fra et sikkerhetsmessig synspunkt. Utvalget viser videre til at det gjelder et lovmessig krav til kontrollkomité for kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper og oppgjørssentraler. Utvalget viser også til de vurderinger som er gjort av Bank-

lovkommisjonen i NOU 1998: 14 Finansforetak s. 96 flg. og Børslovutvalget NOU 1999: 3 s. 189.

Utvalgets *flertall* ser ikke et 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 at et system med kontrollkomité vil kunne medføre en pulverisering av ansvar som i utgangspunktet tilligger andre selskapsorganer. *Flertallet* slutter seg til Banklovkommisjonens vurderinger i NOU 1998: 14 s. 96, og går inn for at det ikke gis regler om kontrollkomité.

Utvalgets *mindretall* (ett medlem) 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.

Høringsinstansenes merknader

Finansnæringens Hovedorganisasjon, Norges Bank, Sparebankforeningen i Norge og Verdipapirfondenes Forening støtter utvalgets flertall om ikke å lovfeste krav til kontrollkomite.

Verdipapirsentralen (VPS) tar utvalgets forslag «til etterretning». VPS legger imidlertid til grunn at verdipapirregistre frivillig kan opprette kontrollkomite dersom det skulle være ønskelig.

Kredittilsynet støtter utvalgets mindretall i at de samme hensyn som begrunner et krav om kontrollkomite for børs gjør seg gjeldende også for verdipapirregistre. Kredittilsynet uttaler:

«I Ot. prp. 73 (1999-2000) om lov om børsvirksomhet m.m. er det foreslått kontrollkomité for børs, jf. utkastets § 3-3. I begrunnelsen for forslaget (Ot. prp. 73 s. 55-56), er det særlig lagt vekt på virksomhetens særpreg og tekniske risikoelementene, og de virkninger svikt i de tekniske vil kunne få for verdipapirmarkedet. Dette er også i tråd med Kredittilsynets høringsuttalelse til NOU 1999: 3 om organiseringen av børsvirksomhet, se s. 15-16. Kredittilsynet er av den oppfatning at disse momentene er minst like sentrale for verdipapirregistre. Kredittilsynet kan ikke se at det foreligger grunner som skulle tale for at børs og verdipapirregister lovmessig behandles forskjellig her. Kredittilsynet ser det videre slik at det foreliggende forslag for børs gir hensiktsmessige rammebetingelser for kontrollkomitéens sammensetning og virksomhet. Kredittilsynet foreslår derfor at det utformes en bestemmelse i tråd med forslaget til ny børslov § 3-3.»

Også *Norsk Oppgjørssentral ASA* (NOS) mener at virksomhetens særpreg og tekniske egenart tilsier at det er behov for et særskilt sikkerhetsorgan for å påse at virksomheten drives forsvarlig. NOS viser til at et verdipapirregister utøver viktige samfunnsfunksjoner, og til at et krav om kontrollkomite gjelder for oppgjørssentraler og var foreslått for børser. NOS mener at ordningen med kontrollkomite for NOS sin del fungerer svært tilfredsstillende.

Departementets vurdering

Utvalget har som nevnt vært delt i spørsmålet om det bør lovfestes et krav om at verdipapirregister skal ha kontrollkomité. Flertallet mener det ikke er behov for en ordning med kontrollkomité, og mener at de regler utvalget har foreslått om tilsyn, internkontroll mv. vil være tilstrekkelig til at virksomheten vil drives på forvarlig måte. Flertallet mener videre at kontrollkomité vil kunne medføre en pulverisering av ansvar som i utgangspunktet tilligger andre selskapsorganer. Et mindretall av utvalget mener at virksomhetens særpreg og tekniske egenart gjør det hensiktsmessig med et særskilt sikkerhetsorgan som skal påse at virksomheten drives forsvarlig. Departementet slutter seg til utvalgets mindretall og foreslår et krav om at verdipapirregister skal ha kontrollkomité. Departementet viser til at ordningen med kontrollkomité for Verdipapirsentralen, og for oppgjørssentral etter vphl. § 6-1 femte ledd synes å ha fungert etter hensikten. Departementet viser videre til at børs etter børsloven § 3-3 skal ha kontrollkomité. Departementet slutter seg til Norsk Oppgjørssentral ASAs, Kredittilsynets og utvalgets mindretalls vurdering av at virksomhetens særpreg og tekniske egenart, som tilsier et lovfestet krav om kontrollkomité for børser, også tilsier et slikt krav for verdipapirregistre.

Departementet er videre enig med Kredittilsynet i at bestemmelsen om kontrollkomiteen bør utformes i tråd med den tilsvarende bestemmelse i børsloven § 3-3. Departementet foreslår derfor at kontrollkomité for verdipapirregister skal ha minst tre medlemmer valgt av generalforsamlingen. Det foreslås at kontrollkomitéens oppgave skal være å føre tilsyn med at verdipapirregisteret følger lover, forskrifter og konsesjonsvilkår, samt vedtekter og vedtak truffet av foretakets organer, og herunder vurdere sikkerhetsmessige forhold ved virksomheten. Det foreslås at generalforsamlingen skal fastsette instruks for kontrollkomiteen, og at instruksen skal godkjennes av Kredittilsynet. Det foreslås videre at det gis en hjemmel for Kredittilsynet til å fastsette nærmere regler om sammensetningen av og om virksomheten til kontrollkomiteen. Det vises til lovforslaget § 4-2.

6.2.5 Vedtekter

Utvalgets forslag

Utvalget viser til at 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. Det foreslås videre at departementet skal kunne gi nærmere regler om vedtektenes innhold og godkjenning.

Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet slutter seg til at forslaget om at vedtektene bør være gjenstand for offentlig godkjenning. Kredittilsynet uttaler:

«Kredittilsynet slutter seg til forslaget om at vedtekter i verdipapirregistre bør være gjenstand for offentlig godkjenning. Normalt bør vedtekter fastsettes med endelig virkning av det foretak som har konsesjon. Tatt i betraktning verdipapirregistrenes sentrale plassering i verdipapirkjeden er Kredittilsynet likevel av den oppfatning at det kan være formålstjenlig at enkelte elementer i vedtektene er gjenstand for godkjenning. Den offentlige inngripen i selskapsrettslige forhold bør

imidlertid ikke være mer omfattende enn strengt nødvendig. Det er viktig at ansvaret for å utforme og iverksette de vedtekter som regulerer den daglige driften av foretaket plasseres i bedriftens egne styrende organer. Kredittilsynet støtter derfor forslaget om at departementet kan avgrense hvilke elementer i forskriftene som krever godkjenning ved tildeling av konsesjon og ved eventuelle endringer.»

Ingen andre høringsinstanser har hatt merknad til utvalgets forslag.

Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at et verdipapirregisters vedtekter skal godkjennes, og til at kompetansen til å gi godkjenning legges til departementet.

Departementet slutter seg videre til utvalgets forslag om at vedtektsendringer i utgangspunktet krever godkjenning. Enkelte endringer i vedtektene vil imidlertid kunne gjelde interne selskapsrettslige forhold. Det foreslås derfor at departementet skal kunne gi nærmere regler om innhold og godkjenning av vedtekter. Det vil herunder kunne bestemmes i forskrift at visse typer av vedtektsendringer ikke behøver godkjenning. Det vises til lovforslaget § 4-3.

6.2.6 Internkontroll, habilitet og egenhandel

Utvalgets forslag

Utvalget foreslår at styret skal fastsette retningslinjer for internkontroll og forvise seg om at internkontrollen etableres, gjennomføres og dokumenteres på en forsvarlig måte i samsvar med styrets retningslinjer og pålegg. Det foreslås at Kredittilsynet skal kunne gi nærmere bestemmelser om gjennomføringen av slik internkontroll. Etter utvalgets forslag skal daglig leder sørge for at internkontroll etableres og gjennomføres i henhold til lov og forskrift. Det samme gjelder for styrets vedtatte retningslinjer og pålegg. Utvalget viser til at finansinstitusjoner, Verdipapirsentralen, oppgjørssentraler og forvaltingselskaper for verdipapirfond i dag er underlagt forskrift av 20. juni 1997 nr. 1057 om klargjøring av kontrollansvar, dokumentasjon og bekreftelse på den interne kontroll. Etter utvalgets syn vil det være hensiktsmessig med lover og regler om internkontroll også for verdipapirregistre. Utvalget mener skjerpet fokus på styrets ansvar for internkontrollen vil sikre hensynet til forsvarlig drift og internorganisering.

Høringsinstansenes merknader

Ingen av høringsinstansene har hatt merknader til utvalgets forslag på dette punkt.

Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at det skal lovfestes at styret skal fastsette retningslinjer for internkontroll, og at Kredittilsynet skal kunne gi nærmere bestemmelser om gjennomføringen av slik internkontroll. Departementet viser til at Verdipapirsentralen og andre institusjoner i finansmarke-

det er underlagt regler om internkontroll etter forskrift 20. juni 1997 nr. 1057 om klargjøring av kontrollansvar, dokumentasjon og bekreftelse på den interne kontroll. Departementet viser videre til at børs og autoriserte markedsplasser er underlagt tilsvarende regler etter børs. § 3-4. Etter departementets forslag skal styret forvisse seg om at internkontrollen etableres, gjennomføres og dokumenteres på en forsvarlig måte i samsvar med styrets retningslinjer og pålegg. Daglig leder skal sørge for at internkontroll etableres og gjennomføres i henhold til lov og forskrifter. Det samme gjelder for styrets vedtatte retningslinjer og pålegg. Det vises til lovforslaget 4-4. Departementet viser til at det i børs. § 3-7 er fastsatt habilitetsregler for ansatte og tillitsvalgte i børs. Departementet viser videre til at det i børsloven § 3-8 første ledd er bestemt at en børs ikke kan eie finansielle instrumenter opptatt til notering på vedkommende børs, med unntak av obligasjoner og sertifikater utstedt av en EØS-stat. I bestemmelsens annet ledd er det gitt regler som gir begrensninger for børsenes ansatte og tillitsvalgte til å erverve eller avhende finansielle instrumenter.

Reglene i børs. §§ 3-7 og 3-8 er en videreføring av regler som fulgt av børsloven av 1988, og er i hovedsak i samsvar med Børslovutvalgets forslag i NOU 1999: 3. Verdipapirsentrallovutvalget har ikke foreslått tilsvarende regler i utkastet til lov om registrering av finansielle instrumenter.

Departementet viser til at et verdipapirregister har en noe annen rolle i verdipapirkjeden enn en børs. Bl.a. har en børs oppgaver knyttet til markeds- overvåkning. Imidlertid er hensynet til tillit og integritet viktig også ved reguleringen av foretak som driver verdipapirregister. Departementet har derfor vurdert hvorvidt det bør innføres regler tilsvarende børs. §§ 3-7 og 3-8 gjeldende for verdipapirregistre.

Departementet viser til at et verdipapirregisters adgang til å eie finansielle instrumenter vil være regulert i lovforslaget § 5-1.

Behovet for egenhandelsregler for ansatte i Verdipapirsentralen ble vurdert i Ot.prp. nr. 84 (1997-98). Departementet fant da ikke grunn til å gjøre reglene i verdipapirhandeloven kapittel 2a gjeldende for ansatte i Verdipapirsentralen. Det ble bl.a. vist til Verdipapirsentralens interne regler om ansattes egenhandel.

Når det gjelder ansattes adgang til å eie finansielle instrumenter viser departementet til at verdipapirhandelovens regler om innsidehandel og markedsmanipulasjon gjelder generelt. Forbudet mot ulovlig innsidehandel medfører at ingen kan foreta handler med finansielle instrumenter dersom vedkommende har opplysninger som kan påvirke kursen på de finansielle instrumentene og disse opplysningene ikke er offentliggjort eller allmenn kjent i markedet. Ansatte og tillitsvalgte i et verdipapirregister vil således være avskåret fra å handle på bakgrunn av opplysninger som mottas i kraft av stilling eller tillitsverv, dersom disse opplysningene er å anse som innsideopplysninger.

Departementet legger i samsvar med vurderingen i Ot. prp. nr. 84 (1997-98) til grunn at det ikke nå er behov for særlige lovfestede regler for at personer tilknyttet et verdipapirregister skal omfattes av egenhandelsreglene i verdipapirhandeloven kapittel 2a. Departementet foreslår imidlertid at det lovfestes et krav om at foretakets styre skal utarbeide interne retningslinjer for de ansatte og tillitsvalgtes handel med finansielle instrumenter, samt habilitetsregler gjeldende for disse. Det foreslås i tillegg at departementet skal kunne gi

nærmere regler om disse forhold dersom det senere skulle vise seg at slike interne retningslinjer ikke er tilstrekkelig for å ivareta hensynet til tillit og integritet. Et slikt vedtak vil bl.a. kunne innebære at verdipapirhandelloven kapittel 2a gjøres gjeldende for ansatte og tillitsvalgte i et verdipapirregister.

6.2.7 Regnskap og revisjon

Utvalgets forslag

Flertallet i utvalget har foreslått at verdipapirregistre skal organiseres som allmennaksjeselskap. Utvalget antar at det ikke vil være behov for særregler for regnskap og revisjon.

Høringsinstansenes merknader

Ingen av høringsinstansene har hatt merknader til utvalgets forslag på dette punkt.

Departementets vurdering

Departementet viser til at et verdipapirregister, som etter forslaget skal organiseres som allmennaksjeselskap, vil ha regnskapsplikt etter regnskapsloven. Videre følger det av allmennaksjeloven at revisor skal velges av generalforsamlingen. Verdipapirregister vil ha plikt til å la årsregnskapet bli revidert av minst én registrert eller statsautorisert revisor, eventuelt av revisjonsselskap som er godkjent av Kredittilsynet og som skal utpeke en ansvarlig revisor som er registrert eller statsautorisert revisor for oppdraget, jf. revisorloven § 2-2. Departementet finner det på denne bakgrunn ikke nødvendig å ta inn bestemmelser om disse forhold i lov om registrering av finansielle instrumenter.

6.2.8 Kapitalkrav

Utvalgets forslag

Utvalget viser til at gjeldende regler ikke inneholder kapitalkrav for Verdipapirsentralen. 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». Utvalget viser videre til at et allmennaksjeselskap skal ha en aksjekapital på minst 1 million norske kroner, jf. asal. § 3-1, og til enhver tid ha en egenkapital som er forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av virksomheten i selskapet, jf. asal. § 3-4. Det gjelder en handleplikt for styret dersom det må antas at egenkapitalen er lavere enn forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av virksomheten, jf. asal. § 3-5. Utvalget viser videre til at andre institusjoner i finansmarkedet er underlagt lovfestede kapitalkrav, og at et slikt krav er gitt for verdipapirregistreringsvirksomhet i Danmark. Det gjelder derimot ikke et slikt krav for tilsvarende virksomhet i Sverige. Etter utvalgets syn må eventuelle kapitalkrav begrunnes og vurderes ut fra den risiko virksomheten medfører. Det heter om dette (NOU 2000: 10 s. 65:

«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.

Høringsinstansenes merknader

Finansnæringens Hovedorganisasjon (FNH) deler utvalgets syn på at det med unntak av erstatningsansvaret, normalt ikke vil være forhold knyttet til den løpende virksomhet som skulle tilsi spesielle kapitalkrav. FNH mener imidlertid at det kan være spesielle forhold knyttet til avviklingen av et verdipapirregister som kan gi grunnlag for særlige kapitalkrav. FNH uttaler bl.a.:

«Etter FNHs vurdering bør det fastsettes krav til at egenkapitalen til enhver tid gir et tilstrekkelig økonomisk grunnlag for at investorenes verdier og andre rettigheter kan videreføres også dersom virksomheten avvikes. Å kvantifisere et slikt krav kan være vanskelig, men kravet kan ses i forhold til omfang av virksomheten i registeret. FNH vil antyde krav til egenkapital svarende til ¹/₂ års driftskostnader, dog minimum NOK 40 millioner - jf kravet i dansk lovgivning.»

Norges Fondsmeglerforbund gir uttrykk for tilsvarende synspunkter som Finansnæringens Hovedorganisasjon.

Også *Justisdepartementet* mener det er et behov for å sikre at institusjonen har tilstrekkelig egenkapital til å kunne gjennomføre en forsvarlig avvikling uten at det medfører store ulemper for rettighetshaverne og andre brukere av registeret. Justisdepartementet mener derfor det bør vurderes om det skal oppstilles et generelt minimumskrav til egenkapital, eller eventuelt en ordning der kontrollmyndighetene i det enkelte tilfelle oppstiller spesifikke egenkapitalkrav.

Kredittilsynet er enig i at et verdipapirregister ikke bør pålegges lovfestede krav til kapitaldekning. Kredittilsynet mener imidlertid at det bør fastsettes hjemmel til å gi regler om minstekrav til ansvarlig kapital. Kredittilsynet foreslår at det tas inn en bestemmelse om kapitalkrav utformet etter mønster av børsloven § 4-5.

Departementets vurdering

Departementet er enig med utvalget og enkelte av høringsinstansene i at det ikke er spesielle forhold knyttet til den løpende driften av et verdipapirregister som tilsier et behov for særskilte kapitalkrav ut over hva som følger av allmennaksjeloven. Det vises i denne sammenheng til at det foreslås særlige regler for et verdipapirregisters erstatningsansvar og for sikkerhetsstillelse for et eventuelt ansvar. Departementet er imidlertid enig med Finansnæringens Hovedorganisasjon og Justisdepartementet i at det kan være forhold knyttet til å sikre en forsvarlig avvikling av virksomheten som kan tilsi at det oppstilles kapitalkrav. Departementet viser til at Kredittilsynet har foreslått at bestemmelsen om kapitalkrav utformes etter mønster av børsloven § 4-5. Denne bestemmelsen inneholder et krav om ansvarlig kapital som er forsvarlig ut fra

risikoen ved og omfanget av virksomheten. Bestemmelsen i børsl. § 4-5 inneholder videre en hjemmel for departementet til å gi nærmere regler om hva som skal regnes som foretakets ansvarlige kapital, samt regler om minstekrav til ansvarlig kapital. Departementet viser videre til de regler som foreslås vedrørende avvikling, jf. kapittel 15 og lovforslaget kapittel 11. På bakgrunn av at det foreslås at vedtak om avvikling må godkjennes av departementet antar departementet at det er tilstrekkelig for å ivareta de forhold som påpekes av Justisdepartementet og Finansnæringens Hovedorganisasjon at det fastsettes et forsvarlighetskrav med hensyn til størrelsen på den ansvarlige kapitalen, kombinert med en hjemmel for departementet til å fastsette minstekrav.

7 Virksomhets- og eierbegrensninger

7.1 Virksomhetsbegrensninger

7.1.1 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 dersom 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 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). 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. Utvalget har redegjort for Verdipapirsentralens virksomhet i NOU 2000: 10 s. 24-35. Disse tjenestene er, sammen med deler av tjenesteytingen tilknyttet verdipapiroppgjøret, ikke regulert av verdipapirsentralloven. 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.

7.1.2 Utvalgets forslag

Utvalget viser til at det vil kunne være interessant for et verdipapirregister å drive annen virksomhet enn rettighetsregistrering. Utvalget viser videre til at det i næringslivet generelt ikke er satt alminnelige begrensninger på hvilken type virksomhet et foretak kan drive, men til at slike begrensninger gjelder for Verdipapirsentralen etter gjeldende lov og for andre sentrale aktører i finansmarkedet. Om begrunnelsen for virksomhetsbegrensninger uttaler utvalget (NOU 2000: 10 s. 75):

«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 risiko 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 verdipapirre-

gister 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.»

Utvalget mener videre at virksomhetsbegrensninger kan ha betydning i forbindelse med tilsynet med virksomheten. Det heter om dette (NOU 2000: 10 s. 75):

«Det er kjernevirksomhetens art som er begrunnelsen 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 til grunn at verdipapirregistre også i fremtiden bør være underlagt virksomhetsbegrensninger. I følge utvalget bør begrensningene så langt som mulig ivareta hensynet til å kunne organisere virksomheten på en måte som er mest mulig rasjonell. Etter utvalgets syn bør begrensningene ikke gå lenger enn det begrunnelsen tilsier, og reguleringen bør ikke være til hinder for at verdipapirregistre driver virksomhet som har naturlig sammenheng med rettighetsregistreringen.

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. Spørsmålet om hva som har naturlig sammenheng med verdipapirregistreringsvirksomheten må etter utvalgets syn undergis en konkret og dynamisk vurdering over tid.

Utvalget foreslår 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.

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 bivirksomhet til det å være et verdipapirregister. Den andre kategori er virksomhet knyttet til andre deler av verdipapirkjeden enn selve registreringsvirksomheten.

Når det gjelder virksomhet som har preg av å være bivirksomhet til den konsesjonspliktige virksomheten uttaler utvalget (NOU 2000: 10 s. 76-77):

«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.»

For så vidt gjelder den andre kategorien, virksomhet som er knyttet til eller utgjør andre ledd i verdipapirkjeden enn virksomhet som rettighetsregister, drøfter utvalget hvorvidt børsvirksomhet, virksomhet som autorisert markeds plass og oppgjørsvirksomhet etter verdipapirhandelloven kapittel 6 kan anses som tilknyttet virksomhet for et verdipapirregister og hvorvidt et verdipapirregister skal kunne drive slik virksomhet.

Utvalget drøfter først om børsvirksomhet og virksomhet som autorisert markeds plass kan anses som tilknyttet virksomhet for et verdipapirregister, og uttaler blant (NOU 2000: 10 s. 77):

«Virksomhet som børs består i å organisere og drive markeds plass 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 mener imidlertid at børsvirksomhet og virksomhet som autorisert markeds plass ikke kan anses for 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.

Det drøftes videre hvorvidt oppgjørsvirksomhet etter verdipapirhandelloven kapittel 6 kan sies å være tilknyttet virksomhet til et verdipapirregister. Flertallet i utvalget uttaler (NOU 2000: 10 s. 78):

«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. 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 oppjøret 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.»

Det fremgår av det ovennevnte at utvalgets flertall mener at et verdipapirregister ikke bør kunne drive børsvirksomhet, virksomhet som autorisert markedsplass og oppgjørsvirksomhet etter verdipapirhandelloven kapittel 6. Flertallet mener videre at et verdipapirregister ikke bør kunne eie foretak som driver slik virksomhet. Derimot mener som nevnt flertallet at et verdipapirregister bør kunne inngå i et konsernforhold med andre deler av verdipapirkjeden.

Utvalgets mindretall (1 medlem) er uenig med flertallets forslag til virksomhetsbegrensninger og uttaler (NOU 2000: 10 s. 78):

«Et mindretall, bestående av Birkeland, vil også med hensyn til spørsmålet om virksomhetsbegrensningen fremheve betydningen av at verdipapirregisteret 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.»

7.1.3 Høringsinstansenes merknader

Sparebankforeningen i Norge støtter utvalgets forslag til virksomhetsbegrensning.

Finansnæringens Hovedorganisasjon (FNH) slutter seg til «de vurderinger lovutvalget fremfører for å lovfeste virksomhetsbegrensninger for verdipapirregistre». FNH mener dessuten at hensynet til å unngå effektivitetstap som følge av kryssubsidiering mellom virksomhet som har faktisk monopol og konkurranseutsatt virksomhet vil kunne tilsi bestemmelser om virksomhetsbegrensninger. FNH støtter videre flertallet i utvalget i synet på at børsvirksomhet ikke kan anses som tilknyttet virksomhet for et verdipapirregister, og dermed at verdipapirregisteret ikke skal kunne drive børsvirksomhet.

Kredittilsynet slutter seg til utvalgets begrunnelse for å foreslå virksomhetsbegrensninger.

Kredittilsynet er av den oppfatning at departementet bør kunne gi nærmere bestemmelser om hvilken virksomhet verdipapirregister kan drive både i form av enkeltvedtak og i forskriftsform. Den foreslåtte ordlyd i annet ledd

indikerer imidlertid at slike nærmere regler kun kan gis i forskrift. Kredittilsynet foreslår derfor at bestemmelsen omformuleres, slik at det klart fremgår at slike regler også skal kunne gis ved enkeltvedtak.

Når det gjelder hvilken virksomhet et verdipapirregister bør kunne drive utover «kjernevirksomheten», slutter Kredittilsynet seg til utvalgets vurderinger for så vidt gjelder virksomhet som har karakter av «bivirksomhet».

Kredittilsynet viser til at flertallet konkluderer med at et verdipapirregister ikke skal kunne drive børs- og/eller oppgjørsvirksomhet. Kredittilsynet slutter seg til flertallets vurdering av at virksomhet som er knyttet til, eller utgjør andre deler i verdipapirkjeden, normalt ikke kan anses som tilknyttet verdipapirregistreringsvirksomhet, og at slik virksomhet ikke bør drives av et verdipapirregister. Kredittilsynet viser videre til at flertallets forslag innebærer at et verdipapirregister ikke vil kunne drive børs- og/eller oppgjørsvirksomhet, verken i samme juridiske enhet eller skilt ut i eget foretak. Etter Kredittilsynets syn kommer denne forståelsen bare frem av en tolkning av «naturlig sammenheng». Kredittilsynet anser dette som et meget sentralt punkt ved den foreslåtte virksomhetsbegrensning, og stiller derfor spørsmål ved om flertallets vurdering burde kommet klarere til uttrykk i lovteksten.

Kredittilsynet mener videre det bør vurderes å innta et vilkår om at virksomheten ikke må svekke tilliten til verdipapirregisterets integritet og uavhengige stilling. Kredittilsynet uttaler:

«Det vises her til forslaget til børslov § 5-2 i Ot. prp. nr. 73 (1999-2000) om lov om børsvirksomhet m m. I den utstrekning en i det videre lovarbeidet skulle komme til at virksomhet knyttet til andre deler av verdipapirkjeden kan anses som tilknyttet virksomhet, evt. at flertallets forståelse av «naturlig sammenheng» ikke kommer klarere til uttrykk, vil det særlig være behov for en slik tilføyelse.»

Kredittilsynet mener videre det kan reises spørsmål om den foreslåtte bestemmelse om virksomhetsbegrensning vil være til hinder for at et verdipapirregister har eierinteresser i andre selskaper, og uttaler om dette:

«Kredittilsynet kan ikke se at dette er behandlet i utredningen. Hensynene bak virksomhetsbegrensningsregelen vil også kunne gjøres gjeldende for verdipapirregisterets eierinteresser i foretak som driver virksomhet som ikke har naturlig sammenheng med registreringsvirksomheten.

Kredittilsynet vil derfor foreslå at det inntas en bestemmelse tilsvarende verdipapirhandelloven § 8-3 tredje ledd, som regulerer verdipapirforetaks adgang til å inneha eierandeler i foretak som driver annen virksomhet. Bestemmelsen vil være til hinder for at verdipapirregister har eierinteresser av en viss størrelse, evt. deltar aktivt i driften, i foretak dersom dette svekker verdipapirregisterets uavhengige stilling.

Ovennevnte bestemmelse vil imidlertid ikke uten videre løse spørsmålet om eierposisjoner av et visst omfang bør likestilles med drift i samme juridiske enhet. Kredittilsynet kan ikke se avgjørende grunner til at et verdipapirregister skal kunne drive virksomhet i datterselskaper som ikke kunne vært drevet i samme juridiske subjekt som verdipapirregistreringen. Kredittilsynet foreslår derfor at dette uttrykkelig reguleres. Den foreslåtte bestemmelsen er utformet etter mønster av forslag til virksomhetsregler for finansforetak, jfr. NOU 1998: 14 s. 196.»

Norges Bank er enig med i utvalgets flertall i at en streng virksomhetsbegrensning kan bidra til å redusere risikoen i verdipapirregistre. Hvorvidt virksomhetsbegrensningen også bør omfatte verdipapiroppgjør og børsvirksomhet er etter Norges Banks syn av mindre betydning.

Norsk Oppgjørssentral ASA (NOS) er enig i at det bør foreligge virksomhetsbegrensninger for verdipapirregistre, og at det åpnes for å kunne drive virksomhet som har naturlig sammenheng med virksomheten som verdipapirregister. NOS er enig i at det bør gis anledning til at ulike virksomheter i verdipapirkjeden kan drives i en holdingmodell.

Oslo Børs er enig i at den nye loven bør videreføre regler om virksomhetsbegrensninger, og mener at den foreslåtte rettslige standard om krav til «naturlig sammenheng» virker hensiktsmessig. Oslo Børs viser til at flertallet har lagt til grunn at børs- og verdipapirregistreringsvirksomhet må drives i forskjellige rettssubjekter. Oslo Børs mener at det kreves særlig gode grunner dersom man skal gi et slikt pålegg, og at hensynet til tilsyn og risikobegrensning ikke i seg selv er god nok grunn. Oslo Børs uttaler om videre:

«Etter Oslo Børs» oppfatning bør det derfor ikke stilles opp noen absolutte skranker mht i hvilken grad virksomhet som har tilknytning til de ulike ledd i verdipapirkjeden skal kunne drives i samme rettssubjekt. Det bør overlates til tilsynsmyndigheten (Kredittilsynet) å avgjøre slike spørsmål i det enkelte tilfelle.»

Verdipapirsentralen (VPS) støtter utvalgets forslag om at det skal være begrensninger i hvilke typer virksomhet som kan drives av et verdipapirregister. VPS er imidlertid skeptisk til at utvalget bruker begrepet «naturlig sammenheng» som hovedkriterium for at en virksomhet skal kunne drives av et verdipapirregister. VPS uttaler:

«Begrepet gir ikke noe godt grunnlag for å avgjøre hvilken virksomhet som kan drives av et verdipapirregister. Etter VPS mening kan kriteriet om naturlig sammenheng bare benyttes til å utelukke virksomhet som åpenbart ikke har noen tilknytning til verdipapirregistreringen. I praksis vil det som regel være slik at når et verdipapirregister ønsker å utvide sin virksomhet, vil dette være fordi den nye virksomheten har en sammenheng med verdipapirregistreringen som gjør at verdipapirregisteret anser det som hensiktsmessig å gå i gang med den nye virksomheten. Verdipapirregisteret kan for eksempel ha en spesiell type kompetanse eller en posisjon i markedets infrastruktur som gjør at det er hensiktsmessig å også utøve den nye virksomheten, eller det kan være at man ønsker å utvide virksomheten for å tilby kundene på registerdelen et mer komplett produkt. Dersom et register skal nektes å bedrive en slik virksomhet, må dette etter VPS syn være begrunnet i at det er særlige forhold ved selve virksomheten som gjør at den ikke bør kunne drives av et verdipapirregister.»

VPS støtter utvalgets synspunkt om at det i hovedsak er økonomisk risiko, hensynet til registerets tillit og integritet, samt hensynet til et effektivt tilsyn som kan begrunne virksomhetsbegrensninger. VPS mener hensynet til en begrenset økonomisk risiko og et effektivt tilsyn, langt på vei vil kunne avhjelpes ved at tilknyttet virksomhet skilles ut i egne selskaper som er eiet av verdipapirregisteret, men som er adskilt fra registervirksomheten. Det uttales videre:

«Virksomhetsbegrensninger som er begrunnet i økonomiske eller tilsynsmessige forhold bør derfor begrenses til de tilfeller hvor det ikke kan foretas organisatoriske tilpasninger som kan gi et tilfredsstillende resultat. For virksomhet som kan skade registerets tillit er det imidlertid vanskelig å se at dette kan avhjelpes ved organisatoriske grep. Handel med papirer som er registrert i registeret vil for eksempel kunne danne grunnlag for tvil om registerets integritet selv om den skjer gjennom et heleid datterselskap.

Når utvalget fremhever at børsvirksomhet ikke kan anses som tilknyttet virksomhet for et verdipapirregister vil dette kunne danne grunnlag for en unødvendig snever fortolkning av virksomhetsbegrensningen. Med en så snever fortolkning av hva som kan sies å ha naturlig tilknytning til verdipapirregistreringen, vil en kunne komme til å avskjære typer av virksomhet som det ikke er andre innvendinger mot enn at de har en fjernere tilknytning til registreringsvirksomheten enn hva børsvirksomhet har.

Det bør derfor klargjøres at virksomhetsbegrensninger skal begrunnes i en konkret risikovurdering og at begrepet naturlig sammenheng bare er ment å utelukke virksomhet som er helt perifer i forhold til verdipapirregistreringen. Vi nevner her at utvalget i sin framstilling av hovedhensyn ved verdipapirregistrering på side 45 annen spalte annet avsnitt skriver at «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.»

Som eksempel på virksomhet som etter vår mening må kunne drives av et verdipapirregister er foredling og videresalg av informasjon om utstederselskapene. En annen mulighet er at et verdipapirregister opptrer som «custodian» etter oppdrag fra en bank. Vi nevner for øvrig at vi finner det noe uheldig når utvalget så klart går imot at et verdipapirregister kan drive en autorisert markeds plass uten å gå særlig inn på begrunnelsen for dette. En autorisert markeds plass vil ikke ha alle de funksjoner en børs har og det er derfor ikke gitt at den samme vurderingen kan legges til grunn. Det finnes flere grunner til at det kan være hensiktsmessig at en markeds plass drives av et verdipapirregister. Vi viser her til at utvalgets flertall har fremhevet som en fordel ved forvalterregistrering at forvaltere kan tilby såkalte «crossing»-muligheter, beskrevet som at investorer som bruker samme forvalter kan handle med hverandre til de kurser som noteres i markedet.»

VPS kan ikke se at det utgjør noen vesensforskjell om virksomheten drives ved at det plasseres et holdingselskap på toppen eller om den drives i et direkteiet datterselskap.

Norges Fondsmeglerforbund gir uttrykk for tilsvarende synspunkter som Verdipapirsentralen.

7.1.4 Departementets vurdering

Departementet går i likhet med utvalget inn for at det fastsettes begrensninger for hvilken virksomhet som kan drives av et verdipapirregister. Det vises til lovforslaget § 5-1. Departementet kan i hovedsak slutte seg til utvalgets begrunnelse for å videreføre en slik regel.

Utvalget foreslår at et verdipapirregister utover kjernevirksomheten bare skal kunne drive virksomhet som har «naturlig sammenheng» med registreringsvirksomheten. Departementet slutter seg til utvalgets vurderinger på

dette punkt. Enkelte av høringsinstansene har hatt merknader til begrepet «naturlig sammenheng». Departementet viser til at dette er en rettslig standard som også benyttes i virksomhetsbegrensningsregelen før børs, jf. børsloven § 5-2. Departementet er videre enig med utvalget i at spørsmålet om hva som har naturlig sammenheng med verdipapirregistreringsvirksomheten må undergis en konkret og dynamisk vurdering over tid. Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at departementet skal kunne gi nærmere regler om hvilken virksomhet et register skal kunne drive. I samsvar med Kredittilsynets høringsuttalelse foreslås det dessuten at departementet kan treffe enkeltvedtak om dette

Utvalget har vurdert hvorvidt et verdipapirregister skal kunne drive virksomhet knyttet til andre deler av verdipapirkjeden, det vil si virksomhet som børs, autorisert markedsplass og/eller oppgjørsvirksomhet etter verdipapirhandelloven kapittel 6. Flertallet i utvalget mener et verdipapirregister ikke bør kunne drive slik virksomhet. Etter flertallets syn bør et verdipapirregister heller ikke kunne eie datterselskap som driver slik virksomhet. Flertallet mener det bør lovfestes at en integrering av de ulike deler av verdipapirkjeden bare skal kunne skje ved at de aktuelle virksomhetene eies av et holdingselskap som selv ikke driver annen virksomhet enn å være eier.

Departementet er enig med utvalget i at et verdipapirregister, innen samme rettssubjekt, ikke bør kunne drive med børsvirksomhet, virksomhet som autorisert markedsplass eller oppgjørsvirksomhet etter verdipapirhandelloven kapittel 6. Hensynet til klart avgrensede kjernevirksomheter for konsesjonspliktig virksomhet, bl.a. på bakgrunn av forskjellig risiko ved virksomhetene, og av tilsynsmessige hensyn tilsier at disse virksomhetene ikke drives i samme rettssubjekt. Det vises til utvalgets begrunnelse som departementet slutter seg til. Det presiseres at oppgjørs- og avregningsvirksomhet slik denne utføres av VPS i dag vil kunne drives i samme foretak som registeret - som tilknyttet virksomhet.

Spørsmålet om hvorvidt et verdipapirregister skal kunne eie foretak som utgjør andre deler av verdipapirkjeden vil dels bero på registerets virksomhetsbegrensninger og dels på eventuelle eierbegrensningsregler for den aktuelle institusjonen. Departementet viser i denne sammenheng til at det for børs og oppgjørssentral gjelder eierbegrensningsregler, som det i «særlige tilfeller» kan gjøres unntak fra.

Departementet mener lovverket ikke bør legge unødige hindringer for konstellasjoner som aktørene finner hensiktsmessig. Etter departementets syn tilsier heller ikke hensynene bak virksomhetsbegrensningene et absolutt forbud mot at et verdipapirregister skal kunne ha eierinteresser i andre foretak, herunder foretak som utgjør andre deler av verdipapirkjeden. Departementet mener det på det nåværende tidspunkt er vanskelig å forutsi hvordan infrastrukturen i verdipapirmarkedet vil utvikles. Departementet mener av den grunn at det ikke bør lovfestes et forbud i verdipapirregisterloven mot at et verdipapirregister har eierinteresser i et annet foretak i verdipapirkjeden. Departementets forslag innebærer således ikke en lovfesting av holdningmodellen for integrering av de ulike deler av verdipapirkjeden slik utvalgets flertall har foreslått. Departementet mener derimot at et verdipapirregister ikke bør ha eierinteresser i andre foretak der dette kan svekke registerets integri-

tet og uavhengige stilling. Det vises til Kredittilsynets uttalelse om dette som departementet slutter seg til. Departementet foreslår av den grunn en bestemmelse om at et verdipapirregister ikke kan inneha eierinteresser i andre selskaper dersom dette kan svekke registerets integritet og uavhengige stilling. Det foreslås videre en kompetanse for Kredittilsynet til å pålegge foretaket å drive tilknyttet virksomhet i eget foretak og at annen konsesjonspliktig virksomhet alltid skal drives i eget foretak. Det foreslås dessuten, i samsvar med Kredittilsynets høringsuttalelse, en regel tilsvarende vphl. § 8-3 tredje ledd som regulerer adgangen til å inneha eierandeler i foretak som driver annen virksomhet. Det vises til lovforslaget § 5-1.

7.2 Eierbegrensninger

7.2.1 Gjeldende rett

Verdipapirsentralen er etter gjeldende rett en selveiende institusjon, jf. vpsl. § 2-1 første punktum. Selveiende institusjoner er bl.a. kjennetegnet ved at de er organisert som stiftelser hvor det ikke kan utøves alminnelig eierinteresse i kapitalen. Det eksisterer derfor ikke regler om eiermessige forhold i et verdipapirregister.

7.2.2 Utvalgets forslag

Generelt om eierbegrensninger

Utvalget viser til at en rekke institusjoner i finansmarkedet er underlagt eierbegrensninger. Utvalget viser til at eierbegrensningsregler er gitt for å sikre eierspredning i institusjonene, og at begrunnelsen for eierspredning er et ønske om å forhindre maktkonsentrasjon i institusjoner som har vesentlig samfunnsmessig betydning, herunder sikre en hensiktsmessig konkurransestruktur. Etter utvalgets syn vil disse hensynene ikke være avgjørende ved vurderingen av om det bør fastsettes regler om eierbegrensninger for verdipapirregistre. Det heter i denne sammenheng bl.a. (NOU 2000: 10 s. 69):

«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 markedsaktørene. 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 verdipapirromsetningen. I dagens marked har VPS dessuten viktige funksjoner i verdipapiroppgjøret. 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 også vurdert om hensynet til å motvirke uheldige særinteresser vil kunne ivaretas gjennom en vurdering av egnetheten til direkte og indirekte eiere av kvalifiserte eierandeler, og uttaler (NOU 2000: 10 s. 69-70):

«En slik regel er i samsvar med svensk og dansk rett, og benyttes bl.a. 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 utilsiktede virkninger av eierbegrensningsreglene kan avhjelpes ved unntaksregler.

Når det gjelder nivået for eierbegrensningene mener utvalget at behovet for eierspredning må avveies mot et ønske om aktive eiere, og at det må tas hensyn til eventuelle unntak og dispensasjonsadgang. Utvalget uttaler (NOU 2000: 10 s. 70):

«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).»

Et mindretall i utvalget (1 medlem) mener det ikke er behov for eierbegrensningsregler selv under forutsetning av at man går over fra et monopol til et konsesjonssystem (og uten deling av nåværende VPS). Det vises til mindretallets begrunnelse NOU 2000: 10 s. 189-190.

Unntak og dispensasjon fra eierbegrensningsreglene

Utvalget foreslår at det gis unntak og mulighet til å dispensere fra hovedregelen om eierbegrensning. For det første ser utvalget det som viktig at reglene ikke er til hinder for hensiktsmessige allianser for eksempel mellom VPS og andre sentrale institusjoner i infrastrukturen i verdipapirmarkedet.

Flertallet i utvalget ser betenkeligheter ved at henholdsvis børs, verdipapirregister og oppgjørssentral skal kunne ha direkte kontroll over en eller flere av de øvrige institusjonene. Flertallet mener at en eventuell konsernstruktur bør organiseres uten direkte eie mellom disse. Flertallet uttaler bl.a. (NOU 2000: 10 s. 71):

«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 ¹⁾ 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 verdipapirhandelovens regler om oppgjørssentraler etter utvalgets syn bør tilpasses til konsernmodellen som hovedregel for organisering av en integrering av de ulike ledd i verdipapirkjeden.

[...]

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 børs, autorisert markedsplass, 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.»

Et mindretall i utvalget (1 medlem) fremhever betydningen av at de ulike oppgavene knyttet til verdipapirkjeden skal kunne organiseres på en måte som gir utstedere og investorer rasjonelle og kostnadseffektive tjenester. Mindretallet kan 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. Mindretallet mener Kredittilsynet 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 som flertallet angir som begrunnelse for å lovregulere konserndannelser.

Utvalget foreslår videre en generell dispensasjonsadgang for særlige tilfeller. Utvalget mener en slik regel vil kunne fungere som en sikkerhetsventil for konkrete situasjoner der hensynene som begrunner eierbegrensninger tillegges begrenset vekt. Utvalget nevner at det vil kunne være aktuelt å gjøre unntak fra eierbegrensningene ved opprettelse av «spesialregistre». Som eksempel nevnes register som registrerer utelukkende bestemte typer finansielle instrumenter, og register som drives svært begrenset virksomhet, for eksempel begrenset til aksjeboken for aksjeselskap. Utvalget uttaler videre (NOU 2000: 10 s. 72):

«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 verdipapirhandeloven. 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 dispensasjons-

¹⁾ Skal være flertallet

regelen. 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.»

Utvalget foreslår ikke et unntak for «strategiske samarbeidsavtaler» lik det unntaket Børslovutvalget foreslo for børser i NOU 1999: 3, men uttaler (NOU 2000: 10 s. 72):

«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.»

Stemmerettsbegrensninger

Etter utvalgets syn vil eierbegrensningsregler medføre at regler om stemmerettsbegrensninger har begrenset betydning fordi eierne 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 tilstede på generalforsamlingen.

Utvalgets *flertall* kan i likhet med flertallet i Børslovutvalget, jf. NOU 1999: 3, ikke se at det er behov for stemmerettsbegrensninger i tillegg til regler om eierbegrensninger. Etter flertallets syn er eierbegrensninger med tilhørende konsolideringsregler tilstrekkelig for å ivareta de hensyn som begrunner slike regler. Flertallet mener stemmerettsbegrensninger vil kunne vanskeliggjøre et ellers ønskelig aktivt eierskap.

Utvalgets *mindretall* (tre medlemmer) 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 uttaler (NOU 2000: 10 s. 73).

«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.

Konsolideringsregler

Utvalget viser til at det for å forhindre omgåelser av eierbegrensningsreglene er nødvendig å fastsette konsolideringsregler. Utvalget mener at finansvl. § 2-6 om konsolidering av eierandeler er en velegnet mal for en slik regel, og foreslår at det gis en tilsvarende bestemmelse i verdipapirregisterloven. Utvalget uttaler videre (NOU 2000: 10 s. 72 flg.):

«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.»

7.2.3 Høringsinstansenes merknader

Eierbegrensninger

Finansnæringens Hovedorganisasjon (FNH) slutter seg til utvalgets forslag om en hovedregel om en eierbegrensning på 20 prosent og en adgang for departementet til å gjøre unntak for eierposisjoner utover 20 prosent som ledd i en strategisk samarbeidsavtale. FNH kan imidlertid ikke se at det må være sammenheng mellom eierbegrensning for børs og for verdipapirregistre, og viser til at den grunnleggende virksomhet er forskjellig. FNH går derfor i mot utvalgets forslag om å koble en eierbegrensningsregel for verdipapirregistre til den tilsvarende regel for børs. *Norges Fondsmeglerforbund* gir uttrykk for lignende synspunkter.

Justisdepartementet er enig med utvalget i at den grad det åpnes for privat eierskap i verdipapirregister, vil det være behov for eierbegrensningsregler for å opprettholde tilliten til registerets nøytralitet. Det uttales imidlertid:

«Justisdepartementet anbefaler likevel at det vurderes nærmere om det er i samsvar med EØS-avtalenes regler om etableringsrett å kreve at aktører fra andre EØS-stater oppfyller de aktuelle eierskapsbegrensninger, jf. utkastet § 6-2 siste punktum, som bestemmer at eierbegrensningsreglene i § 6-1 gjelder for morselskap til heleid datterselskap som driver verdipapirregistervirksomhet. Det fremgår av utredningen at mange sentrale EØS-stater har mindre strengere regler m.h.t. eierskapsbegrensninger. Det må således antas at selskaper som driver verdipapirregistervirksomhet i andre europeiske land, ofte ikke vil ha eiersammensetning som er i samsvar med loven.

Det er noe usikkert i hvilken grad EØS-retten forbyr ikke-diskriminerende restriksjoner innenfor etableringsretten. Det må uansett legges til grunn at nasjonalstatene kan pålegge aktørene tyngre byrder når de etablerer seg i et EØS-land enn når de bare yter tjenester der fra et annet land i EØS-området.»

Kredittilsynet slutter seg til utvalgets vurdering av behovet for eierbegrensninger og til vurderingen av at disse med fordel kan være like for verdipapirregister og børs. Kredittilsynet mener dette vil skape en mer transparent og enhetlig regulering av institusjoner som er en del av den finansielle infrastrukturen. Kredittilsynet er av den oppfatning at en eierbegrensningsregel på 10 prosent

er mer egnet til å ivareta hensynet til å redusere faren for maktkonsentrasjon, og følgelig styrke foretakets tillit og integritet. Dersom nivået på eierbegrensningene settes til 20 prosent mener Kredittilsynet at det bør gjelde en regel om egnethetsvurdering av eiere over 10 prosent.

Norges Bank og *Oslo Børsstøtter* forslaget til eierbegrensning og at nivået bør samsvare med hva som gjelder for børs. *Oslo Børs* mener videre det i en overgangsperiode, for å gi nåværende VPS en særlig beskyttelse, er gode grunner for fastsette en strengere eierbegrensning enn 20 prosent dersom dette nivået vedtas.

Næringslivets Hovedorganisasjon støtter forslaget om en eierbegrensningsregel og mener nivået bør ligge på 20 prosent. *Sparebankforeningen i Norge* gir også uttrykk for støtte til flertallets forslag. *Verdipapirfondenes Foreninger* «i tvil om nødvendigheten av å ha eierbegrensningsregler» men kan subsidiært støtte utvalgets forslag om en begrensning på 20 prosent.

Norsk Oppgjørssentral ASA (NOS) går i mot eierbegrensningsregler som foreslått av utvalget. NOS uttaler bl.a.:

«NOS kan ikke se behov for de særnorske eierbegrensningsreglene som utvalget har foreslått, og anser de mer skjønnspregede regler som bla finnes i Sverige og Danmark - og ellers gjelder for verdipapirforetak i henhold til vphl - for tilstrekkelig til å hensynta de relevante forhold. Det nevnes av utvalget at begrunnelse for eierbegrensningsreglene i finansnæringen bla er begrunnet i konkurransehensyn, men utvalget har ikke tillagt dette forhold vesentlig vekt ved vurderingen. NOS vil her tilføye at de særnorske eierbegrensningsreglene likeså gjerne kan virke konkurransehemmende ved at de kan vanskeliggjøre nyetableringer og utlendingers inntreden i det norske markedet. De særnorske eierbegrensningsreglene kan også virke hemmende for nyetablering og den internasjonalisering som institusjoner i den norske verdipapirkjeden står foran. Også hensynet til aktivt eierskap er av betydning. Utvalget har pekt på at eierbegrensningsregler vil kunne ha betydning for tilliten til et verdipapirregister. Etter NOS sin oppfatning vil tilliten til et verdipapirregister være avhengig av en rekke andre faktorer enn eierskap, og det kan neppe hevdes at mangel på eierbegrensningsregler har ført til at utenlandske verdipapirregistre har dårlig tillit i markedet. Det kan heller ikke anføres som et avgjørende moment at det er foreslått eierbegrensninger for børser. Verdipapirregistre og børser har forskjellige funksjoner, og det er ikke uten videre gitt at de vurderinger som er gjort for børser har tilsvarende vekt når det gjelder verdipapirregistre. Det kan også nevnes at det ikke er foreslått særskilte eierbegrensningsregler for autoriserte markedsplasser.»

NOS mener videre at dersom det skal lovfestes eierbegrensninger bør disse, uavhengig av som gjelder for børs, ikke være mindre enn 20 prosent. Det vises bl.a. til eierbegrensningene for oppgjørssentraler og til at «markedsplasser kan etableres i ulike nivåer og med ulike eierbegrensninger».

Verdipapirsentralen (VPS) mener det vil være tilstrekkelig med en vurdering av egnetheten til store eiere uten noen begrensninger på hvor stor del av selskapet den enkelte investor kan eie. VPS uttaler bl.a.:

«VPS mener det er uheldig om en i Norge har eierbegrensningsregler som ikke er vanlig i andre land, især innenfor EØS. Særregler om eierbegrensninger medfører bl.a. at den norske del av verdipapirmarkedet

i EØS blir mindre effisient, med de uheldige virkninger dette vil kunne ha for bl.a. kursdannelsen.

VPS nevner for øvrig at selv om myndighetene har kommet til at det er behov for eierbegrensningsregler i finansinstitusjoner, er det ikke dermed gitt at argumentene er like tungtveiende når det gjelder verdipapirregistre. Et verdipapirregister har en mer avgrenset «makt» enn en finansinstitusjon eller et finanskonsern. Dessuten har ikke et verdipapirregister tilsynsoppgaver med myndighetskarakter slik en børs vil ha. Selv om et verdipapirregister uansett dette bør ha en nøytral og uavhengig stilling, vil dette kunne sikres ved regler om «fit and proper»-vurderinger.

Eierkonsentrasjon gjennom eierselskap ut over 20 pst i flere foretak kan tenkes. Men om dette er uheldig for konkurransesituasjonen bør bedømmes på grunnlag av en vurdering etter forholdene, og ikke ut i fra regler uavhengig av den konkrete situasjon. F.eks. er en «maktkonsentrasjon» i en liten finansinstitusjon mindre «betenkelig» enn en maktkonsentrasjon i en stor finansinstitusjon. Der til kommer at også de største norske finansinstitusjoner er små etter forholdene i det indre marked i EU.

VPS mener for øvrig at en ved vurderingen av spørsmålet om eierbegrensningsregler for verdipapirregistre ikke bør se bort fra at de norske reglene om eierbegrensninger er omtvistet. Fra regelverket ble innført i 1980-årene har det ved flere anledninger vært diskusjon om reglenes egnethet. Det er som en følge av dette også gjort en rekke endringer i regelverket som etter hvert har medført enkelte liberaliseringer. Blant grunnene til at reglene er omtvistet er bl.a. at det faktisk er vanskelig å påvise i hvilken grad eierbegrensningsregler medfører økt konkurranse eller forhindrer maktkonsentrasjon. Det bør derfor ikke være noen automatikk i å kopiere eierbegrensningsregler på nye områder. Eierbegrensningsregler fører dessuten til at det oppstår behov for ytterligere regler og medfører således en komplisering av regelverket, slik utkastet til kap. 6 viser. Det gjelder i første rekke et behov for unntaksregler, fordi det vil være situasjoner hvor det vil kunne være ønskelig at eierbegrensningene helt eller delvis ikke gjøres gjeldene. Dessuten vil en ha behov for regler om konsolidering av flere aksjeeiere, med sikte på å forhindre omgåelse av eierbegrensningsreglene.»

Dersom de foreslått eierbegrensningsreglene vedtas, støtter VPS flertallets forslag om en begrensning på 20 prosent.

Unntak og dispensasjonsadgang

FNH slutter seg til utvalgets forslag om at en børs ikke bør kunne eie et verdipapirregister. FNH viser til at dersom en børs eier et verdipapirregister direkte, kan det oppstå situasjoner der børsens interesser kan komme i konflikt med at verdipapirregisteret legger til rette for effektive og elektroniske forbindelser til andre markedsplasser. FNH slutter seg videre til utvalgets forslag til unntak fra eierbegrensningsreglene slik at et verdipapirregister skal kunne inngå i konsernforhold. FNH er imidlertid i tvil om det er hensiktsmessig at loven begrenser et registers mulighet til å inngå i konsernforhold til den type selskaper som lovutvalget trekker frem. Det heter om dette:

«Som påpekt ovenfor kan de ulike leddene i verdipapirkjeden bestå av relativt uensartet type virksomhet. Eksempelvis har virksomheten i et verdipapirregister (VPS) kanskje færre likhetstrekk med børsvirk-

somhet enn virksomhet innen betalingsformidling (prosessering av innregistrerte transaksjoner, avregning, oppgjør og bokføring på konti). FNH mener at loven ikke må forhindre at et verdipapirregister kan inngå i organisasjonsmessige strukturer som driver teknisk sett tilsvarende virksomhet. Det kan være grunn til å peke på at ressurser og kompetanse innenfor dette området er begrenset og mulighet for å kunne oppnå synergier, både når det gjelder systemer og kompetanse, kan være større ved å tillate et verdipapirregister å inngå i konsernforhold med andre en de virksomheter som lovutvalget foreslår.

FNH vil videre vise til at pengeoppgjøret for verdipapirhandelen er en sentral del av verdipapirkjeden. Krav til levering mot betaling (DVP) og ulike avregningsformer (netto/brutto) krever en nær integrasjon mellom avregning/oppgjør av verdipapirer og tilhørende funksjoner på pengesiden. En utvikling av DVP også ut på investornivå vil bringe denne integrasjonen videre ut til de systemer som genererer transaksjoner fra og til investorenes pengekonti.»

FNH foreslår av den grunn at et verdipapirregister bør kunne inngå i konsernforhold med foretak som driver virksomhet i tråd med betalingssystemloven. *Norges Fondsmeglerforbund* gir uttrykk for lignende synspunkter.

Kredittilsynet mener videre at den modell som flertallet foreslår for konserndannelser vil bidra til at troverdigheten og tilliten fra markedsaktørene til verdipapirregisteret og verdipapirmarkedet som helhet forsterkes ved at det ikke åpnes for direkte kontroll med et verdipapirregister fra en eller flere av de øvrige institusjoner som utgjør infrastrukturen i verdipapirmarkedet.

Norges Bank støtter forslaget om at det bør være anledning til å integrere enhetene i den norske verdipapirkjeden, og uttaler:

«Om slik integrasjon skjer ved direkte eie mellom selskapene, all virksomhet i ett selskap eller etter en konsernmodell, er etter vårt syn av mindre betydning. Regelverket bør imidlertid være mest mulig likt det som er vanlig ellers i Europa. Norges bank slutter seg også til utvalgets forslag om at departementet i særskilte tilfelle gis anledning til å gjøre unntak fra eierbegrensingsreglene.»

Stemmerettsbegrensninger

Norges Bank, Sparebankforeningen i Norge og Verdipapirfondenes Forening støtter flertallet i at det ikke bør innføres stemmerettsbegrensninger i tillegg til eierbegrensningsregler.

Kredittilsynet slutter seg til mindretallets vurdering av at det bør gjelde stemmerettsbegrensning i tillegg til eierbegrensningen.

Konsolideringsregler

Kredittilsynet foreslår at ordlyden i bestemmelsen om konsolidering av eierandeler harmoniseres med den tilsvarende bestemmelsen i børsloven.

7.2.4 Departementets vurdering

Eierbegrensninger

Departementet viser til at eierbegrensningsregler har til formål å sikre eierspredning, og til at eierspredning bl.a. er begrunnet i behovet for å forhindre

dre interessekonflikter mellom rollen som eier og rollen som kunde, og for å unngå konsentrasjon av eierskap i institusjoner som har vesentlig samfunnsmessig betydning. For en mer generell drøftelse av hensyn for og imot eierbegrensningsregler vises det til utvalgets drøftelse i NOU 2000: 10 s. 67 flg. og Banklovkommisjonens drøftelse i NOU 1998: 14 s. 100 flg.

Flertallet i utvalget mener etter en helhetsvurdering at det bør gjelde eierbegrensningsregler for et verdipapirregister. Dette er i hovedsak begrunnet med at Børslovutvalget i NOU 1999: 3 foreslo eierbegrensninger for børser, og at det i følge utvalget er viktig med konsistens i regelverket for disse institusjonene.

Departementet er enig i at virksomheter som driver likeartet virksomhet i utgangspunktet bør underlegges mest mulig like rammevilkår. Enkelte av høringsinstansene har påpekt at virksomheten til en børs og et verdipapirregister ikke kan sies å være likeartet. Departementet er for så vidt enig i denne vurdering og fremhever at eventuelle eierbegrensninger må forankres i et reelt behov for eierspredning. Sammenhengen mellom virksomheten til en børs og virksomheten til et verdipapirregister består først og fremst i at begge institusjonene har en vesentlig rolle i verdipapirkjeden. I Ot.prp. nr. 73 (1999-2000) la departementet bl.a. vekt på at et hovedhensyn ved regulering av børsvirksomhet er behovet for tillit fra markedsaktørene, og at markedsplassen fremstår som nøytral og med høy integritet. Det ble videre lagt vekt på at børs i Norge vil kunne ha en dominerende posisjon med stor samfunnsmessig betydning, samt at børsen vil være en sentral del av infrastrukturen i verdipapirmarkedet.

Etter departementets syn vil også et verdipapirregister kunne ha en dominerende posisjon med stor samfunnsmessig betydning, og kunne utgjøre en sentral og viktig rolle i infrastrukturen i verdipapirmarkedet. Markedsmessige hensyn tilsier at aktørene i verdipapirmarkedet bør kunne stole på at registrering og oppgjør av transaksjoner i verdipapirmarkedet utføres på en betryggende og tillitsvekkende måte. Aktørene bør videre kunne stole på at det ved driften av registeret legges vekt på hva som er til det beste for markedet og dets aktører og ikke eventuelle særinteresser for store eiere som også kan være brukere av registerets tjenester. Departementet er av den grunn enig med utvalgets flertall og flertallet av høringsinstansene i at det bør gjelde eierbegrensninger for verdipapirregistre.

I vurderingen av nivået på eierbegrensningen må man etter departementets syn legge vekt på hensynet til at likeartet virksomhet underlegges like rammevilkår.

Utvalget har lagt til grunn at eierbegrensningen for verdipapirregister bør legges på samme nivå som for børser (dvs. 10 pst.).

Som nevnt har bl.a. Finansnæringens Hovedorganisasjon og Norges Fondsmeglerforbund uttalt at det ikke nødvendigvis er en sammenheng mellom eierbegrensning for børs og for verdipapirregister. Et verdipapirregisters virksomhet vil kunne bestå av en registerdel, en oppgjørsgdel og eventuell tilknyttet virksomhet, jf. NOU 2000: 10 s. 74 flg. I registerdelen føres det en oversikt over eierforhold mv. til finansielle instrumenter. I oppgjørsgdelen drives avregning- og oppgjørsvirksomhet der handelen inngår i Verdipapiroppgjørssystemet (VPO). VPO er et system for overføring av verdipapirer mot betaling som sikrer deltakerne ytelse mot ytelse. En lignende oppgjørsgfunksjon utføres

av oppgjørssentraler (NOS ASA) etter verdipapirhandelloven kapittel 6. Oppgjørssentraler er underlagt en eierbegrensning på 20 pst., jf. vphl. § 6-1 syvende ledd. Denne oppgjørsvirksomheten består i å tre inn som motpart eller på annen måte garantere for oppfyllelse for handler med finansielle instrumenter som nevnt i vphl. § 1-2 annet ledd nr. 4-7 (clearing av forskjellige typer derivatkontrakter), jf. § 1-6. Kredittilsynet har gitt uttrykk for at det er en fordel med en transparent og enhetlig regulering av institusjoner som er en del av den finansielle infrastrukturen i Norge. Departementet er enig i dette synspunktet, og mener at nivået på eierbegrensningsreglene for verdipapirregistre bør harmoniseres med de tilsvarende regler som gjelder for børser. Departementet foreslår av den grunn at eierbegrensningen for verdipapirregistre settes til 10 prosent.

Unntak og dispensasjonsadgang

Utvalget har foreslått en regel om at eierbegrensningsreglene ikke skal være til hinder 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 verdipapirregistrering, virksomhet som børs eller autorisert markedsplass, oppgjørsvirksomhet etter kapittel 6 eller virksomhet som har naturlig sammenheng med dette. Det følger av børsloven § 4-1 annet ledd at eierbegrensningen for børs ikke er til hinder for at en børs eies 100 prosent av et foretak med hovedkontor i Norge som ikke driver annen virksomhet enn å forvalte sine eierinteresser i datterselskaper og datterselskapene ikke driver annen virksomhet enn børsvirksomhet eller virksomhet som har naturlig sammenheng med dette. Både etter verdipapirsentrallovutvalgets forslag og etter børsloven § 4-1 gjelder eierbegrensningen i tilfelle for morselskapet. Departementet foreslår en tilsvarende regel for verdipapirregistre, jf. lovforslaget § 5-2 tredje ledd.

Departementet viser til at utvalget ikke har foreslått et unntak fra eierbegrensningsreglene knyttet til strategiske samarbeidsavtaler. Utvalget har imidlertid gitt uttrykk for at en slik regel bør gjelde for verdipapirregistre dersom en tilsvarende regel vil gjelde for børser. Departementet slutter seg til utvalgets vurderinger på dette punkt. Det vises i denne sammenheng til drøftelsene i Ot.prp. nr. 73 (1999-2000) om lov om børsvirksomhet m.m. (børsloven) s. 68-69 som vil gjelde tilsvarende i forhold til verdipapirregistre. Det vises til lovforslaget § 5-2 fjerde ledd.

Utvalget har videre foreslått en generell dispensasjonsadgang for særlige tilfeller. Departementet slutter seg til utvalgets begrunnelse for en slik regel. Departementet mener bl.a. at den raske utviklingen internasjonalt når det gjelder endringer i infrastrukturen i verdipapirmarkedene kan medføre et behov for i særlige tilfeller å ha en dispensasjonsadgang som den foreslåtte. Ved vurderingen av om det skal gjøres unntak fra hovedregelen vil departementet legge vekt på de hensyn som begrunner eierbegrensningsreglene. Det vises til lovforslaget § 5-1 annet ledd.

Stemmerettsbegrensninger

Et mindretall av utvalget mener det er nødvendig å supplere de foreslåtte eierbegrensningsreglene med stemmerettsbegrensninger for å forhindre at

enkeltaksjonærer skal kunne få dominerende innflytelse i verdipapirregisteret ved lavt fremmøte. Departementet mener det er hensiktsmessig å fastsette en regel om stemmerettsbegrensninger tilsvarende den som gjelder for finansinstitusjoner etter finansieringsvirksomhetsloven og børser etter børsloven. Departementet slutter seg til mindretallets begrunnelse og viser også til den begrunnelse som er gitt i Ot.prp. nr. 73 (1999-2000) s. 69. I likhet med det som gjelder for børser, foreslås derfor at ingen på generalforsamlingen skal kunne stemme for mer enn 10 pst. av stemmene eller mer enn 20 pst. av de stemmer som er representert på generalforsamlingen. Det vises videre til at Banklovkommisjonen har foreslått å videreføre en slik regel for finansforetak.

Konsolidering

Utvalget har vist til at det for å forhindre omgåelser av eierbegrensningsreglene er nødvendig å fastsette konsolideringsregler, og foreslår en bestemmelse tilsvarende med hva som var foreslått for børser og tilsvarende med finansvl. § 2-6 om konsolidering av eierandeler. Departementet slutter seg til utvalgets forslag, men foreslår i tråd med Kredittilsynets høringsuttalelse at bestemmelsen harmoniseres med den tilsvarende bestemmelsen i børsloven. Det vises til lovforslaget § 5-4. Bestemmelsen foreslås også gitt anvendelse i forhold til lovforslaget § 5-3 om stemmerettsbegrensninger.

8 Rett og plikt til registrering

8.1 Gjeldende rett

Etter vpsl. § 1-2 bokstav a) er det 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.

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 tolkes slik at børsnoterte grunnfondsbevis pliktes registrert, mens registrering i VPS for øvrig er frivillig.

Vpsl. § 1-2 bokstav b) bestemmer at «norske ihendehaverobligasjoner uansett løpetid, dog ikke spareobligasjoner utstedt av staten og premieobligasjoner» skal registreres. Det er gitt utfyllende regler i forskrift 6. juli 1987 nr. 592 om overgangsregler for pliktig registrering i Verdipapirsentralen, sist endret ved forskrift 28. juli 2000. Disse regler medfører at det er 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.

I følge forskrift 1. desember 1997 nr. 1247 om registrering av opsjoner og terminer mv. i Verdipapirsentralen § 1 skal finansielle instrumenter som nevnt i vphl. § 1-2 annet ledd nr. 4 - 7 (forskjellige typer derivatkontrakter) og tredje ledd nr. 3 (kjøpsretter, tegningsretter etc.) og som er notert på norsk børs, registreres i VPS.

Etter forskrift 27. februar 1990 nr. 157 om registrering av utenlandske aksjer og depotbevis for utenlandske aksjer i Verdipapirsentralen § 1 skal utenlandske selskapers aksjer og depotbevis for utenlandske aksjer som er notert på norsk børs 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.

Etter vpsl. § 1-3 kan aksjer i norske aksjeselskaper, norske ihendehaverobligasjoner som ikke omfattes av registreringsplikten og andeler i norske verdipapirfond registreres i Verdipapirsentralen. Videre kan finansielle instrumenter som nevnt i vphl. § 1-2 annet ledd nr. 4-7 og tredje ledd nr. 3 som ikke er notert på norsk børs registreres i Verdipapirsentralen.

I forskrift 12. desember 1990 nr. 977 om adgang til å registrere utenlandske fondsaktiver i Verdipapirsentralen § 1 er det bestemt at utenlandske finan-

sielle 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 dersom utsteder ønsker slik registrering.

For så vidt gjelder utenlandsk rett vises til utvalgets omtale i NOU 2000: 10 s. 82-83.

8.2 Registreringsrett

Utvalgets forslag

Utvalget foreslår at alle finansielle instrumenter slik disse til enhver tid er definert i verdipapirhandelloven skal kunne registreres i et norsk verdipapirregister. Utvalget viser til at ved å knytte registreringsretten opp mot definisjonen av finansielle instrumenter i verdipapirhandelloven, vil eventuelle nye finansielle instrumenter kunne registreres i et verdipapirregister med de rettsvirkninger dette medfører. Utvalget mener registrering medfører en rekke fordeler, og uttaler (NOU 2000: 10 s. 84):

«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 selskapshendelser 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.»

Utvalget viser til at dersom Varederivatutvalgets forslag blir vedtatt, jf. NOU 1999: 29, vil varederivater etter utvalgets forslag kunne registreres i et verdipapirregister. Utvalget mener registreringsretten bør gjelde uavhengig av om den underliggende vare eller tjeneste kan registreres.

Utvalget mener det vil kunne tenkes finansielle instrumenter som for eksempel på grunn av sin kompleksitet er så atypiske at de vil passe dårlig inn i de foreslåtte registreringssystemer. Utvalget foreslår derfor en hjemmel for departementet til i særlige tilfeller å bestemme at visse finansielle instrumenter ikke skal kunne registreres.

Utvalget antar at det vil kunne være praktisk at et verdipapirregister registrerer andre typer formuesobjekter enn finansielle instrumenter for dermed å forenkle omsetningen om forvaltningen av disse. Utvalget uttaler (NOU 2000: 10 s. 84):

«Utvalget antar at slik registrering vil kunne være aktuell bl.a. for klimagasskvoter, selv om slike kvoter ikke er finansielle instrumenter. Kvoteutvalget har i NOU 2000:1 anbefalt at det vurderes om klimakvo-

tene 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.»

Utvalget anser det hensiktsmessig at registrering av andre formuesobjekter med rettsvirkninger kan skje uten særskilt regulering i lov i det enkelte tilfelle. Utvalget har derfor foreslått at departementet gis hjemmel til å utvide registreringsadgangen, med de rettsvirkninger som følger av loven, til andre formuesobjekter enn finansielle instrumenter.

Utvalget viser videre til at det kan være et praktisk behov for at et verdipapirregister registrerer annet enn finansielle instrumenter uten at disse registreringene får rettsvirkninger. Utvalget uttaler om dette (NOU 2000: 10 s. 84-85):

«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 kap. 13. Ettersom disse registreringene ikke gir rettsvernsvirkninger, 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 tilleggstenester 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 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.»

Utvalget foreslår særlige regler for å forhindre konflikt mht. rettsvirkninger. For det første foreslås at registrering (innføring) ikke skal kunne skje dersom det allerede er utstedt et dokument som representerer det samme finansielle instrument, jf. utkastet § 2-1 annet ledd. For det andre foreslås at registrering ikke skal kunne skje dersom instrumentet allerede er registrert i et norsk register eller i et utenlandsk register som gir rettsvirkninger som kan komme i strid med rettsvirkningene som følger av registrering i et norsk register, jf. utkastet § 2-1 tredje ledd.

Det vises for øvrig til omtalen av utvalgets forslag i NOU 2000: 10 s. 84-85 og s. 169-171.

Høringsinstansenes merknader

Norges Bank slutter seg til utvalgets forslag om at verdipapirregistre bør kunne registrere finansielle instrumenter slik disse til enhver tid er definert i verdipapirhandelloven. Norges Bank slutter seg også til forslaget om at departementet skal kunne utvide registreringsadgangen til å omfatte andre formuesgoder. *Finansnæringens Hovedorganisasjon (FNH), Norsk Oppgjørssentral (NOS), Sparebankforeningen, Verdipapirfondenes Forening og Verdipapirsentralen* gir uttrykk for tilsvarende synspunkter. *Sparebankforeningen* er imidlertid skeptisk til å åpne for registrering av annet enn finansielle instrumenter, i det dette antas å reise særskilte spørsmål som bør løses i egen lovgivning.

Departementets vurdering

I det følgende vil begrepet «registrering» omfatte første gangs registrering av et finansielt instrument i et register (sk. «innføring», jf. nærmere omtale av begrepet i punkt 10.1).

Registrering i et register vil bl.a. kunne effektivisere forvaltningen og omsetningen av finansielle instrumenter. Fordelene knyttet til registrering bør etter departementets syn i utgangspunktet være tilgjengelig ved omsetning av alle typer finansielle instrumenter. Departementet slutter seg derfor til utvalgets forslag om at finansielle instrumenter, slik disse til enhver tid er definert i verdipapirhandelloven, normalt bør kunne registreres i et verdipapirregister. Aksjer i aksjeselskap (som ikke er registreringspliktige), vil eksempelvis kunne registreres i et register dersom utsteder ønsker dette. Det vises for øvrig til utvalgets begrunnelse som departementet i det vesentligste slutter seg til. For så vidt gjelder varederivater, vises til departementets drøftelse i Ot.prp. nr. 53 (2000-2001) s. 37-38.

Registrering utløser rettsvirkninger som ikke nødvendigvis vil passe for samtlige typer finansielle instrumenter. I samsvar med utvalgets forslag foreslås derfor at departementet i særskilte tilfeller skal kunne bestemme hvilke rettsvirkninger registrering skal ha.

Fordelene knyttet til registrering vil ikke nødvendigvis være begrenset til finansielle instrumenter. Registeret bør derfor ha adgang til å registrere andre formuesobjekter enn finansielle instrumenter (kvoter mv.) i den grad det skulle være etterspørsel etter slike registreringstjenester. Slik registrering bør imidlertid bare kunne skje etter nærmere regler gitt av departementet, siden de aktuelle formuesgodene vil kunne være svært forskjellige fra de finansielle instrumentene lovens regler i første rekke er ment å regulere. Det vil således kunne være aktuelt å begrense rettsvirkningene av registrering av andre formuesobjekter enn finansielle instrumenter.

Registrering i et rettighetsregister gir særskilte rettsvirkninger. Det er i den forbindelse viktig å unngå at registrerte instrumenter samtidig er underlagt rettsregler som kan komme i strid med rettsvirkningene som følger av registrering. Departementet slutter seg derfor til utvalgets forslag om å innskrenke registreringsretten for enkelte instrumenter for å unngå slike konflikter. Dette gjelder for det første instrumenter som allerede er utstedt i form av et dokument, og instrumenter som allerede er registrert i et annet rettighetsregister (norske eller utenlandske).

Ovenfor drøftes hvilken *adgang* det er for registrering av finansielle instrumenter og andre formuesobjekter i et rettighetsregister. Et annet spørsmål er om utsteder av slike instrumenter vil ha *krav* på registrering, dvs om registeret har kontraheringsplikt. Dette spørsmålet drøftes i avsnitt 10.3.2.

8.3 Registreringsplikt

Utvalgets forslag

Utvalget viser til at det opprinnelig ikke var plikt til registrering i VPS, og til at en slik plikt ble innført bl.a. av hensyn til skatterapporteringen.

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. Når det gjelder registreringsplikten for aksjer og tegningsretter i allmennaksjeselskaper viser utvalget til at dette nylig er vurdert av lovgiver i forbindelse med aksjerettsreformen. Utvalget har av den grunn ikke vurdert registreringsplikten for aksjer og tegningsretter i allmennaksjeselskaper på nytt, og foreslår at gjeldende regler om registreringsplikt for slike instrumenter videreføres.

Utvalget viser til at den teknologiske utviklingen og reduserte lovfestede hindringer for kapitalflyt over landegrensene medfører en integrasjon av kapitalmarkedene. Etter utvalgets syn bør norske aktører i verdipapirmarkedene i størst mulig grad gis fleksible muligheter til å møte denne utviklingen. Utvalget uttaler bl.a. (NOU 2000: 10 s. 85):

«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 hensynet til fleksibilitet. Utvalget mener hensynet til en effektiv skattekontroll er det mest tungtveiende hensynet bak dagens registreringsplikt. Dersom hensynet til effektiv skatterapportering 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. Om mulighetene for en effektiv skatterapportering uten en registreringsplikt uttaler utvalget (NOU 2000: 10 s. 86):

«Utvalget vil understreke at den enkelte skatteyder vil ha opplysningsplikt om alle forhold av betydning for skatteplikten, jf. ligningsloven 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 videre å oppheve negotiabiliteten til fysiske ihendehaverobligasjoner. Utvalget uttaler om dette (NOU 2000: 10 s. 86):

«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.»

På bakgrunn av det ovennevnte foreslår utvalgets *flertall* (13 medlemmer) at registreringsplikten oppheves for norske ihendehaverobligasjoner, børsnoterte derivater og aksjer og depotbevis i utenlandske aksjeselskaper børsnotert i Norge. Flertallet viser til at en norsk børs vil kunne kreve registrering i et verdipapirregister som vilkår for notering dersom det skulle være behov for dette. I denne sammenheng vises det til at OM Stockholmsbørsen i utgangspunktet stiller et slikt krav.

Utvalgets mindretall (3 medlemmer) er i tvil om det foreligger tilstrekkelig grunnlag for å oppheve registreringsplikten for obligasjoner. Mindretallet uttaler (NOU 2000: 10 s. 87):

«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 «konkurransemessig 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.»

For øvrig vises til omtalen av utvalgets forslag i NOU 2000: 10 s. 85-87.

Ett medlem går i mot flertallets forslag om å oppheve negotiabilitetsvirkningene for fysiske ihendehaverobligasjoner i gjeldsbrevloven § 11 annet ledd nr. 1, og uttaler (NOU 2000: 10 s. 193):

«Dette medlemmet viser til oversikten under pkt. 14.1.1 ovenfor hvor det fremgår at ikke alle obligasjoner som blir utstedt av norske utste-

dere (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.»

Høringsinstansenes merknader

Høringsinstansene er delt i synet på om registreringsplikten for norske ihendehaverobligasjoner mv. bør oppheves.

Norges Bank støtter flertallets forslag om å oppheve registreringsplikten for norske ihendehaverobligasjoner, og uttaler:

«Norges Bank støtter flertallets syn, og vil i tillegg peke på betydningen av at norske registre er underlagt et noenlunde tilsvarende regelverk som i andre land. Dette kan få betydning for norske registeres muligheter til å delta i internasjonale strukturendringer.

Vi gjør også oppmerksom på dagens adgang til registreringsfritak for ihendehaverobligasjoner i obligasjonslån utstedt av norske foretak utenfor Norge pålydende fremmed valuta, og andre norske obligasjonslån lagt ut i utlandet forbeholdt utlendinger. Det vises i den forbindelse til våre høringsbrev av 18. mars 1998 og 20. mars 2000 der det legges vekt på at det norske regelverket bør harmoniseres i forhold til våre naboland og den internasjonale utviklingen når ikke tungtveiende grunner taler imot dette. I den forbindelse nevnes at utvalget ikke kjenner til noe land, muligens med unntak av Finland, som har en så omfattende registreringsplikt som Norge.

Utvalgets flertall drøfter mulige negative følger av registreringsfrihet. Flertallet antar at effektiv skatterapportering kan ivaretas i tilstrekkelig grad ved at utsteder pålegges rapporteringsplikten. Utvalget anbefaler også at det vurderes en ordning med at registrering av norske finansielle instrumenter bare kan finne sted i utenlandske registre som oppfyller de krav som stilles til skatterapportering. Dette kan eventuelt sikres ved krav om forhåndsgodkjennelse fra norske myndigheter.

Norges Bank er etter en samlet vurdering enig med flertallet i at det ikke bør stilles krav til registrering i et norsk register. Det er imidlertid viktig at det etableres ordninger som kan ivareta tilsyns-, statistikk- og skattemessige aspekter av registreringsfriheten. Norges Bank viser her til utvalgets drøfting av mulige tiltak for å ivareta myndighetenes behov på nevnte områder. Det vil være behov for en godkjenningsordning også av utenlandske verdipapirregistre, og meldeplikt

for de utstedere som ønsker å registrere seg i et slikt register. Når det gjelder forvaltere, legges det opp til slik godkjenning fra Kredittilsynet i lovforslaget § 7-3.»

Finansnæringens Hovedorganisasjon (FNH), Verdipapirfondenes Forening og Norges Fondsmeglerforbund gir uttrykk for tilsvarende synspunkter. *Norges Fondsmeglerforbund* peker særlig på at registreringsplikt ikke bør hjemles i lov om registrering av finansielle instrumenter, men eventuelt i det regelverket som regulerer de aktuelle instrumentene, slik det er gjort for aksjer og børsnoterte derivater.

Norsk Oppgjørssentral (NOS) støtter også flertallets forslag om å oppheve registreringsplikten. For så vidt gjelder børsnoterte derivater, uttaler NOS bl.a.:

«Når det gjelder derivater omsatt over børs, registreres ikke derivatet som en rettighet på derivatets underliggende. Registreringen i VPS skjer i dag kun av skattehensyn. Dette er forhold som må kunne løses ved å pålegge forvaltere opplysningsplikt, slik forholdet feks fungerer for bankinnskudd i dag, eller at opplysningsplikten pålegges oppgjørssentralen. Det er i dag ikke noe til hinder for at NOS kan sende slik informasjon til skattemyndighetene. Dette er tjenester som NOS i dag tilbyr sine kunder, og NOS har også tilstrekkelig kapasitet til å foreta den lagring av slik informasjon som det offentlige krever i denne sammenheng. Derivater har ikke utsteder, og en registreringsplikt knyttet til utsteder kan ikke gjennomføres for disse. Vi nevner også at det internasjonalt ikke er vanlig med registrering av derivater.»

Verdipapirsentralen (VPS) støtter også flertallets forslag om å oppheve registreringsplikten. VPS medgir at det finnes argumenter som taler for og i mot pliktig registrering, men uttaler:

«Det er imidlertid klart at hensynene som taler for en registreringsplikt vil variere i forhold til hvilket instrument det er tale om. For enkelte typer instrumenter er det så få hensyn som taler for en pliktig registrering at det synes lite hensiktsmessig å pålegge registreringsplikt for samtlige finansielle instrumenter. Spørsmålet blir dermed om det er enkelte typer finansielle instrumenter som bør underlegges pliktig registrering. Etter VPS syn er det mest hensiktsmessige at en eventuell plikt til registrering hjemles i det regelverket som regulerer den aktuelle instrumenttypen. Det synes lite rasjonelt å regulere alle typer instrumenter i lov om registrering av finansielle instrumenter - særlig tatt i betraktning at det stadig utvikles nye varianter av finansielle instrumenter. En slik ordning vil være lite fleksibel og dessuten gjøre lov om registrering av finansielle instrumenter unødig omfangsrik og komplisert. For de instrumenter som ikke er særskilt regulert i egen lovgivning bør en eventuell registreringsplikt hjemles i forskrifter til verdipapirhandelloven. Det kan i denne sammenheng nevnes at registreringsplikten for aksjer i dag følger både av allmennaksjeloven og vpsloven. Etter VPS' mening burde det være tilstrekkelig at plikten framkom av allmennaksjeloven. Vi nevner for øvrig at reglene til OM Stockholmsbørsen i utgangspunktet krever at aksjene og obligasjonene er registrert i VPC.

VPS er enig i utvalgets vurdering av at de problemene en opphevelse av registreringsplikten vil innebære i forhold til skatterapporteringen vil kunne avhjelpes ved at rapporteringsplikten pålegges den enkelte utsteder. Dette forutsetter imidlertid at utsteder får innsyn i ei-

erforholdene til de finansielle instrumenter vedkommende har utstedt, slik utvalget har foreslått for obligasjonsutstedere i utkastet § 10-2. Utstederen kan eventuelt oppfylle rapporteringsplikten ved å velge et rettighetsregister som kan levere rapporteringstjenester.

VPS ønsker også å poengtere at en opphevelse av registreringsplikten i realiteten vil innebære at den enkelte utsteder fritt vil kunne velge å utstede sine finansielle instrumenter i utenlandske registre. Det vil med andre ord si at utenlandske registre kan konkurrere om å levere verdipapirregistreringstjenester til det norske markedet uten å opprette et norsk selskap eller ha norsk konsesjon. For at norske registre skal ha mulighet til å konkurrere på like vilkår med utenlandske registre, må de norske rammebetingelsene over tid ikke være dårligere enn hva utenlandske verdipapirregistre har i sine hjemland.»

Sparebankforeningen gir uttrykk for prinsipiell støtte til flertallets forslag, men tar ikke definitivt standpunkt siden de nærmere konsekvenser for tilsyn og skattekontroll ikke anses tilstrekkelig utredet.

Skattedirektoratet går i mot forslaget om å oppheve registreringsplikten for norske ihendehaverobligasjoner, og uttaler:

«Innføringen av registreringsplikt i Verdipapirsentralen (VPS) for ihendehaverobligasjoner og for aksjer og tegningsretter i norske selskaper notert på norsk børs i 1987 var i hovedsak begrunnet utfra hensynet til effektiv skattekontroll. Vi kan ikke se at de vurderinger som ble gjort i Ot.prp. nr. 4 (1986-87) har tapt sin gyldighet. Behovet for effektiv skattekontroll synes heller større enn noen gang. Vi vil i tillegg fremføre at ordningen med forhåndsutfylt selvangivelse som effektiviserer ligningsprosessen for både ligningsmyndighetene og skatteyterne, gir ytterligere argumenter for at en slik registreringsplikt er hensiktsmessig. De fordeler endringsforslaget er tilsiktet å gi registerbrukerne i egenskap av investorer og utstedere, bør avveies mot de ulemper og merkostnader alternative kontrollordninger kan medføre for disse i egenskap av oppgavepliktige og for kontrollmyndighetene.

I utredningens kapittel 7 beskrives en antatt utvikling hvor grenseoverskridende transaksjoner vil bli stadig mer vanlig. Det fremgår av kapittel 7.2.10 at: *«Behovet for nasjonale registre for skatterapportering og innsyn fra myndighetene vil fremdeles være tilstede, men effekten av disse registerne 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.»* Disse utviklingstrekkene representerer en stor utfordring for ligningsmyndighetene. En svekkelse av våre kontrollmuligheter knyttet til norske aktørers disposisjoner i det norske markedet for finansielle instrumenter, vil redusere skattemyndighetenes mulighet til å sette økt fokus på disse utfordringene.»

Skattedirektoratet uttaler videre:

«Skattekontrollhensyn taler etter vår mening avgjørende mot dette forslaget. Utvalget antar at hensynet til en effektiv skatterapportering kan ivaretas i tilstrekkelig grad ved at rapporteringsplikten pålegges utsteder. Vi er av den oppfatning at en slik løsning ikke kan erstatte dagens ordning med hensyn på kvalitet og effektivitet i rapporterings- og kontrollarbeidet.

I Ot.prp. nr. 1 (1999-2000) foreslår departementet nye regler for beskatning av obligasjoner som er mengdegjeldsbrev. Skattedirektoratet har i sitt høringsbrev uttalt at den valgte metoden for obligasjonsbeskatning vil være vanskelig å forstå for skatteyttere og ligningsfunksjonærer. Vi har derfor ansett det som en forutsetning at nødvendige beregninger gjøres av Verdipapirsentralen og fremholdt at oppgavene normalt uten nærmere kontroll må legges til grunn ved ordinær ligning. En ordning der rapporteringen skjer direkte fra forskjellige utstedere vil ikke være en fullgod erstatning for å motta ensartet produserte oppgaver fra en uavhengig tredje part: et register.»

For så vidt gjelder registreringsplikt for børsnoterte derivater og depotbevis, uttaler Skattedirektoratet følgende:

«Vi antar at de kortsiktige konsekvensene av å oppheve registreringsplikten for børsnoterte derivater vil være ubetydelige da det neppe vil være aktuelt at disse ikke oppføres i et register. En kan allikevel spørre seg hvem som skal regnes som utsteder ved en eventuell rapporteringsplikt. Vi antar at det standardiserte markedet har potensiale for sterk vekst selv om det fortsatt er mindre enn det ikke-standardiserte markedet. Dersom det standardiserte markedet vokser og deler av instrumentene ikke registreres, anser vi dette for å være et kontrollproblem på linje med det ikke-standardiserte markedet hvor det i dag ikke foreligger rapporteringsplikt.

Det er nærliggende å anta at depotbevis i utenlandske aksjeselskaper børsnotert i Norge i særlig grad er rettet mot norske investorer. Fra et kontrollsynspunkt er det ønskelig at denne registreringsplikten opprettholdes.»

Videre går *Statistisk sentralbyrå (SSB)* i mot forslaget om å oppheve registreringsplikten for de angitte instrumenter, og uttaler:

«Ut fra statistikkhensyn går SSB sterkt imot dette forslaget, og støtter mindretallets vurdering som mener at *«opphevelse av registreringsplikten vil innebære svekkelse av kontrollmuligheten for både Kredittilsynet og skattemyndighetene»*. Oppheving av registreringsplikten av obligasjoner vil være katastrofal for verdipapirstatistikken.

Registreringsplikt i dag

Utvalget er opptatt av at norske aktører i verdipapirmarkedene gis fleksible muligheter til å møte den internasjonale utviklingen. Det framheves som argument for opphevelse av registreringsplikt for de nevnte instrumentene at det kan være hensiktsmessig at oppgjør og registrering skjer i registreringssystemene i markedene hvor kapitalen innhentes. Dagens registreringsplikt er ikke til hinder for en slik tilpasning, siden lån som tas opp i utlandet ikke er underlagt registreringsplikt i VPS - med unntak av Eurokronelån forbeholdt nordmenn. Argumentet synes heller ikke ha relevans for utenlandske aksjeselskaper noterte på norsk børs, siden disse utenlandske selskapene har oppsøkt det norske markedet og faktisk benytter registreringssystemet i dette markedet.

Økt globalisering

Utvalgets flertall tar til orde for at den økende globaliseringen av verdipapirhandelen kan gjøre det problematisk å knytte registreringsplikten til notering på norsk børs eller markedsplass, siden dette kan medføre at utstedere med ønske om å innhente utenlandsk kapital vegler å notere objektet på utenlandsk børs. Utsagnet står i et visst motsetningsforhold til utvalgets antakelse om hensiktsmessigheten av

at registreringen skjer i investorens hjemland. Det er vel heller ikke videre sannsynlig at Norge skal innta en rolle som et internasjonalt senter for verdipapirhandel, slik at norske foretak slipper å gå ut på utenlandske markedsplasser for å innhente utenlandsk kapital. For å følge utvalgets egen argumentasjon, kan en registrering i norsk register da kun skje dersom norsk regelverk og kostnader knyttet til registrering er så mye gunstigere enn regelverket og kostnadene i investorenes hjemland at dette oppveier de andre fordelene med hjemlandsregistrering. For at Norge skal klare å konkurrere ut de aktuelle investorlandene på dette området, bør vi nok få god hjelp av et tungrodd regelverk i investorlandene, men - som utvalget selv påpeker - skjer det en rivende utvikling på dette markedet.

Skattekontroll og rapporteringsplikt for utsteder

Utvalget peker på at skattekontrollhensynet kan være avgjørende for spørsmålet om opphevelsen av registreringsplikten for obligasjoner. Flertallet i utvalget antar imidlertid at effektiv skattekontroll kan ivaretas i tilstrekkelig grad ved at rapporteringsplikten pålegges utsteder. SSB vil minne om at obligasjoner er ihendehaverpapirer som blant annet er kjennetegnet ved at utsteder ikke kjenner långiverne. Selv om utvalget foreslår at obligasjonsutstedere som benytter norske registre skal ha rett til å få opplyst hvem eierne er, er dette til liten hjelp for obligasjonslån som ikke blir registrert i norske registre.

I kapittel 8 i Ot.prp. nr. 4, 1986-1987 om skatteopplegget for 1987 vises det til at en effektiv skattekontroll er avhengig av at opplysningene kan leveres i maskinlesbar form. Etter innføring av forhåndsutfylt selvangivelse for forskuddspliktige, antar SSB at dette behovet er forsterket. At rapporteringsplikten pålegges utsteder er derfor neppe tilstrekkelig. Dersom SKD skal ha muligheter til å utnytte opplysningene, må det trolig være krav om at opplysningene gis maskinelt i et standardformat på linje eller via e-post. Av hensyn til sikkerhet kan det derfor være behov for at kvitteringsrutiner og elektroniske signaturer etableres. Mao. kan kravet til tekniske installasjoner og rutineendringer bli så stort for utstederne at alternativet blir lite realistisk. I så fall kan man reise spørsmålet om hensiktsmessigheten ved at det offentlige investerer store ressurser i planlegging og utvikling av et slikt system.

Hvis vi får en situasjon er det utsteder som rapporterer til skattemyndighetene, frykter vi en mindre effektiv skatterapportering med redusert mulighet for kontroll av beholdninger og avkastning av verdipapirer i ligningsoppgavene. Dette vil svekke selvangivelsesstatistikken til SSB, som i sin tur vil påvirke kvaliteten på nasjonalregnskapet og finansielle sektorbalanser - hvor selvangivelsesstatistikken benyttes som kilde - og derigjennom opplysningene om husholdningenes inntekts- og formuesforhold.

Nytt aksjonærregister

SSB er kjent med at Finansdepartementet og Skattedirektoratet vurderer og etablere et heldekkende sentralt aksjonærregister. Arbeidet er omtalt i St.prp. nr. 1 (1999-2000) for Finansdepartementet. SSB kan ikke se at utvalget har vurdert disse planene i sitt arbeid. Eksempelvis er drøftingen rundt registreringsplikt utelukkende konsentrert rundt spørsmålet om hvorvidt det er behov for å opprettholde dagens plikt til registrering av obligasjoner, børsnoterte derivater samt aksjer og depotbevis i utenlandske aksjeselskaper børsnotert i Norge. Eventuelle behov for utvidelse av omfanget av registreringsplikten til også å omfatte aksjer i aksjeselskaper, AS, er ikke vurdert.»

ØKOKRIM går også i mot å oppheve registreringsplikten, og påpeker at viktige konsekvenser av flertallets forslag ikke er tilstrekkelig utredet (kontrollkonsekvenser). For så vidt gjelder forslaget om å videreføre gjeldende regler for utleggelse av lån i norske kroner av norsk debitor forbeholdt utlendinger, viser *ØKOKRIM* til at utvalget legger til grunn at det i slike tilfeller ikke vil være behov for skatterapportering til Norge. Om denne påstanden, uttaler *ØKOKRIM* bl.a.:

«Hvorvidt denne påstanden vil kunne ha gyldighet under hele lånets løpetid, synes å være beheftet med usikkerhet. Det vises i denne sammenheng til utvalgets argumentasjon om økende globalisering av sammensmeltinger av internasjonale kapitalmarkeder, der slike verdipapirer raskt kan endre karakter og ende opp i en situasjon som i utgangspunktet ikke var i långivers intensjon og der rapporteringsplikten plutselig vil kunne bli utløst.»

Kredittilsynet går i mot forslaget fra utvalgets flertall om å oppheve registreringsplikten for norske ihendehaverobligasjoner, og uttaler:

«Kredittilsynet vil understreke at en opphevelse av registreringsplikten vil kunne føre til en svekkelse av Kredittilsynets reelle kontrollmulighet og vanskeliggjøre tilsynsoppgavene. Det vises her til Kredittilsynets merknader til §§ 7-2 og 7-3 om forvalterregistrering, hvor de tilsynsmessige konsekvensene av forvalterregistrering er kommentert. Disse konsekvensene er i all hovedsak parallelle i forhold til eventuell opphevelse av registreringsplikten.

Kredittilsynet vil for øvrig presisere at dersom registreringsplikten opprettholdes, må denne plikten knyttes til registrering i et register som har konsesjon i henhold til verdipapirregisterloven. Dette fordi lovforslaget innebærer at registrering av finansielle instrumenter som sådan ikke underlegges konsesjonsplikt. Det er kun i den utstrekning et slikt register skal kunne tilby de rettsvirkninger som beskrevet i loven at lovens krav til konsesjon, organisering, drift mv. kommer til anvendelse. Hensynene bak registreringsplikten vil ikke bli ivaretatt dersom slik pliktig registrering kan finne sted i registre som ikke følger verdipapirregisterloven.

Kredittilsynet foreslår på denne bakgrunn at formuleringene i gjeldende verdipapirsentrallov §§ 1-2 og 1-3 danner mønster for bestemmelser om registreringsrett- og plikt, likevel slik at definisjonene av hvilke finansielle instrumenter som skal registreres samordnes med de gjeldende definisjoner i 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel § 1-2 annet ledd.

Kredittilsynet bemerker for øvrig at utenlandske obligasjoner som kan eller skal registreres i Norge etter omstendighetene vil kunne være lovregulert i det land det er utstedt. Ved en registreringsplikt som omtalt ovenfor, vil utenlandske obligasjoner børsnotert i Norge også omfattes av norske rettsvernsregler, jf. lovforslagets kapittel 9. Dette vil i enkelte tilfeller kunne føre til konflikt mellom rettsvernsregler i henhold til utenlandsk jurisdiksjon og norske rettsvernsregler, og da særlig § 9-7 om utstederens innsigelser. Kredittilsynet foreslår derfor at det gis en dispensasjonsadgang, slik at det for utenlandske obligasjoner børsnotert i Norge kan gjøres unntak fra en eller flere bestemmelser i lovutkastets kapittel 9.»

Justisdepartementet gir også uttrykk for tvil mht. om det foreligger sterke nok grunner til å oppheve registreringsplikten for obligasjoner. Justisdepartemen-

tet går under enhver omstendighet i mot å oppheve gjeldsbrevloven § 11 annet ledd nr. 1. Justisdepartementet uttaler bl.a.:

«Vi er i tvil om det er tilstrekkelige grunner til å gå bort fra den gjeldende registreringsplikten for obligasjoner etter verdipapirsentralloven § 1-2 b, og viser til de ulemper det kan innebære at statlige kontroll- og statistikkmyndigheter ikke lenger kan hente de data de har behov for ut fra et register. Å oppheve registreringsplikten er heller ikke i tråd med prinsipper om åpenhet omkring eierforhold i næringslivet; et prinsipp som det i Norges synes å være bred politisk enighet om viktigheten av. Det kan i den sammenheng vises til Stortingets behandling av de nye aksjelovene i 1997 der en samlet Justiskomite uttalte: *«Komiteen har forståing for argumenta mot fullt innsyn, men meiner at i eit demokratisk samfunn er det naturleg at det er størst mogleg grad av innsyn, også når det gjelder eigarskap i norsk næringsliv»*, jf. Innst.O. nr. 80 (1996-97) side 25. Det vises videre til at vi går inn for at det skal være en alminnelig innsynsrett i verdipapirregistrene, jf. nedenfor under pkt. 8. Vi antar at de fleksibilitetshensyn som flertallet påpeker i begrunnelsen for forslaget om å oppheve registreringsplikten, til en viss grad kan ivaretas ved at det gis hjemmel for å gjøre unntak fra registreringsplikten, enten gjennom generelle forskrifter eller vedtak i det konkrete tilfelle.

Justisdepartementet mener at det under enhver omstendighet er uheldig å oppheve gjeldsbrevloven § 11 annet ledd nr. 1 slik flertallet foreslår. Vi slutter oss til de synspunkter som er gjort gjeldende av det dissenterende utvalgsmedlem Krokeide, jf. utredningen s. 193.

Som utvalgsmedlemmet Krokeide påpeker i utredningen s. 193, oppstår det uavklarte problemer dersom registreringsplikten for aksjer i allmennaksjeselskaper skal opprettholdes samtidig som at Verdipapirsentralens enerett oppheves. Dette er spørsmål som må utredes nærmere dersom forslaget om privatisering av verdipapirregistrene videreføres. Justisdepartementet har ikke foretatt noen inngående vurdering av disse spørsmålene, men vil påpeke at det under enhver omstendighet ikke bør være adgang til å spre registreringen av aksjer eller rettigheter i aksjer i samme selskap på flere registre. Det siste er også forutsatt av flertallet i utvalget, jf. utkast til ny verdipapirregisterlov § 2-1 tredje ledd.»

Videre går *Nærings- og handelsdepartementet* i mot forslaget om å oppheve registreringsplikten, og uttaler:

«I likhet med mindretallet stiller vi oss tvilende til hvor stor positiv konkurransemessig betydning en opphevelse av registreringsplikten har. Vi vil også peke på at utvalgets flertall forutsetter at det må etableres andre rutiner for statistikkinnhenting og kontroll, uten at det er nærmere presisert hvordan dette skal skje. Etablering og oppfølging av slike ordninger vil imidlertid også være kostnadskrevende, og vi kan ikke se på det nåværende tidspunkt se at slike ordninger skal ha mindre negativ konkurransemessig betydning enn registreringsplikten.»

For så vidt gjelder forslaget om å oppheve gjeldsbrevloven § 11 annet ledd nr. 1, støttes dette av *Norges Bank* uten at dette begrunnes nærmere. På den annen side går *Justisdepartementet* i mot forslaget, og viser til uttalelsene fra medlem Krokeide. *Sparebankforeningen* synes også å gå i mot forslaget om å oppheve bestemmelsen, og uttaler:

«Sparebankforeningen er usikker på om dette spørsmålet er tilstrekkelig utredet. Som det framgår av utredningen, vil opphevelsen ikke være til hinder for å benytte ihendehavergjeldsbrev i marked som ikke reguleres av norsk rett. Vi nevner at det er en ikke ubetydelig bruk av slike ihendehavergjeldsbrev særlig knyttet til bankenes egne låneopp- tak i utlandet. Vi må regne med muligheten av at slike gjeldsbrev kan tjene et formål også i marked som reguleres av norsk rett. I så fall vil den foreslåtte opphevelsen være uheldig. Opphevelsen er heller ikke nødvendig ut fra sammenhengen med utvalgets forslag for øvrig.»

Enkelte høringsinstanser etterlyser en nærmere vurdering av registreringsplikten for aksjer og tegningsrettigheter i norske allmennaksjeselskaper. *Norges Bank* uttaler bl.a.:

«Verdipapirregisterlovutvalget har ikke vurdert registreringsplikten for aksjer og tegningsrettigheter i norske ASAer, da dette ifølge utvalget er vurdert i forbindelse med aksjerettsreformen (NOU 1996:3). Etter Norges Banks syn har Aksjelovutvalget ikke vurdert opphevelse av registreringsplikten for allmennaksjeselskaper, men behovet for en mulighet til frivillig registrering i VPS for aksjeselskaper. Utvalget konkluderte med at det ikke var behov for en slik løsning da aksjeselskaper lett kan omdannes til ASA. Aksjelovutvalget nevner også eksplisitt at en slik bestemmelse ikke utelukker andre løsninger for elektronisk føring av aksjeeierboken i aksjeselskaper. Norges Bank mener at også registreringsplikten for aksjer og regningsrettigheter i norske allmennaksjeselskaper bør oppheves hvis registreringsplikten oppheves for alle andre finansielle instrumenter. For norske ASAer vil opphevelse i realiteten innebære valgmuligheter mellom norsk og utenlandsk verdipapirregister. Dette ville bringe Norges regelverk på dette området på linje med det som er vanlig i andre land.»

FNH og *Verdipapirfondenes Forening* mener også at registreringsplikten for aksjer og tegningsretter i allmennaksjeselskaper bør oppheves. *FNH* viser særlig til at norske selskaper bør kunne velge registrering i et verdipapirregister i et annet land dersom en vesentlig del av aksjeomsetningen skjer i utlandet. På den annen side går *Sparebankforeningen* i mot å endre registreringsplikten for aksjer i norske allmennaksjeselskaper. Det uttales at registreringsplikten «...bygger på helt ny lovgivning, på grunnlag av omfattende utredningsarbeid, og det foreligger ikke tilstrekkelig grunnlag til å revidere denne nå.»

Departementets vurdering

Registrering av finansielle instrumenter i et rettighetsregister medfører en rekke fordeler for utstedere og investorer, og det må antas at det normalt ikke er nødvendig å pålegge registrering for at registrering skal skje, jf. tilsvarende i Ot.prp. nr. 83 (1984-85) s. 28. I enkelte situasjoner vil imidlertid utstedere og investorer ikke ønske å registrere instrumentene overhodet, eventuelt ikke registrere instrumentene i et register underlagt norsk lovgivning. Det siste kan være tilfelle dersom en vesentlig del av omsetningen av det aktuelle instrumentet skjer i et utenlandsk marked. Det finnes imidlertid viktige offentlige hensyn som kan tilsi pliktig registrering av finansielle instrumenter, uavhengig av hva utstedere og investorer måtte ønske. Slike offentlige hensyn kan bl.a. være skattekontroll-, tilsyns-, og statistikkhensyn. I tillegg har det blitt lagt vekt på at registreringsplikt for aksjer ivaretar hensynet til åpenhet

omkring eierforhold i næringslivet. Det vises i den sammenheng til justiskomiteéns uttalelse i Innst. O. nr. 80 (1996-97), jf. sitat ovenfor fra Justisdepartementets høringsuttalelse.

Vurderingen av om det bør være pliktig registrering for enkelte finansielle instrumenter vil bero på en interesseavveining. På den ene siden vil pliktig registrering i visse tilfeller kunne medføre betydelige fordeler av offentligrettslig art (skattekontroll, effektivt tilsyn av verdipapirmarkedene mv.). På den annen side må det tas hensyn til i hvilken grad konkurransesituasjonen for norske utstedere og investorer vil kunne påvirkes negativt ved å pålegge registrering. I den forbindelse vises til reglene om frie kapitalbevegelser i EØS-avtalen artikkel 40 og EØS-reglene som svarer til rådsdirektiv 88/361/EØF, hvoretter medlemsstatene i utgangspunktet er avskåret fra å innføre og opprettholde restriksjoner på kapitalbevegelser innen EØS-området. Kapitalbevegelser omfatter overføring av penger, men også de transaksjonene som nødvendiggjør overføring av penger, slik som kjøp og salg av aksjer og obligasjoner. EØS-reglene innebærer at norske investorer vil kunne flytte sine investeringer ut av Norge dersom de norske reglene oppfattes som særskilt tyngende i forhold til hva som er vanlig i andre EØS-land.

De ulike hensyn i ovennevnte interesseavveining vil kunne ha ulik tyngde for ulike finansielle instrumenter. Departementet vil derfor i det følgende drøfte hvert enkelt av de instrumentene som i dag er underlagt pliktig registrering.

Det følger av gjeldende lov § 1-2 første ledd bokstav b at *norske ihendehaverobligasjoner* skal registreres i VPS. Utvalget er delt i synet på om slike obligasjoner fortsatt skal være underlagt pliktig registrering.

Når det gjelder spørsmålet om registreringsplikt, er det på den ene siden anført at det foreligger særlige offentligrettslige hensyn som tilsier registreringsplikt. Med offentlige hensyn vises gjerne til skattekontroll, effektivt tilsyn og statistikkføring. For ordens skyld vil departementet presisere at rettsvernsvirkningene som oppnås ved registrering neppe kan regnes som et offentlig hensyn som tilsier registreringsplikt. Etter departementets syn er rettsvernsvirkningene som oppnås ved registrering i et norsk register snarere et konkurranseparameter som utstedere vil måtte ta i betraktning ved valg av register. Det antas at dette hensynet særlig vil være relevant der utsteder henvender seg til norske investorer. Det sentrale i denne sammenheng, er at rettsvernsvirkningene isolert sett ikke tilsier en registreringsplikt for utstedere som av ulike grunner ikke ønsker å registrere lånet i et norsk register. For så vidt gjelder skattekontrollhensynet, viser departementet til at Norge i dag har et meget effektivt system for innkreving av kapitalinntekter og -gevinster som oppnås i tilknytning til registreringspliktige obligasjoner. Departementet kan ikke se at denne skattekontrollen vil kunne opprettholdes ved å overlate rapporteringen til utsteder. Etter departementets syn tilsier dette isolert sett en fortsatt registreringsplikt for norske obligasjoner. Videre gir registreringsplikt viktig statistisk informasjon om kapitalbevegelser mv. Registreringsplikt for obligasjoner kan i tillegg begrunnes i tilsynsmessige hensyn, jf. Kredittilsynets høringsmerknad.

På den annen side er det anført at registreringsplikt svekker konkurransevnen til norske utstedere i forhold til utenlandske utstedere. Departementet

slutter seg i prinsippet til at registreringsplikt for norske utstedere av obligasjoner denominert i norske kroner, vil kunne medføre en konkurranseulempe i forhold til utenlandske utstedere av obligasjoner som normalt ikke er pålagt registreringsplikt (med mindre de legger ut kronelån i Norge). Det kan trolig legges til grunn at investorer vil kunne oppfatte en norsk regel om absolutt registreringsplikt som en ulempe, bl.a. på grunn av reglene om innsyn. I tillegg vil registreringskostnadene etter omstendighetene kunne være høyere i et norsk register. Priser på norske obligasjoner vil derfor kunne påvirkes negativt i forhold til utenlandske obligasjoner som i andre sammenhenger oppfattes som substitutter. Absolutt registreringsplikt vil derfor kunne påvirke kapitalkostnaden til en norsk utsteder i forhold til en utenlandsk utsteder som er underlagt registreringsregler som oppfattes som lempeligere enn de norske reglene. Eksempelvis vil en norsk bank i utgangspunktet måtte registrere sine kronelån i VPS, mens en svensk bank ikke vil måtte registrere sine innlån i norske kroner eller i utenlandsk valuta. Dette kan bl.a. medføre høyere kostnader for den norske banken, som igjen vil svekke dens konkurranseevne. Denne konkurranseulempen er imidlertid ikke absolutt. For det første avhenger den av hvilke rettsvirkninger det faktisk følger av registreringsplikt, bl.a. om skattemyndighetene gis innsyn og om det åpnes for forvalterregistrering. For det andre er det etter gjeldende rett gjort viktige unntak fra registreringsplikten for norske obligasjonslån lagt ut i utlandet og forbeholdt utlendinger. I eksempelet ovenfor vil således den norske banken kunne låne inn norske kroner fra utlendinger i det utenlandske markedet på lik linje med den svenske banken, dersom lånet er forbeholdt utlendinger. Etter departementets syn er derfor konkurranseulempen som følger av registreringsplikt for norske utstedere i utgangspunktet forholdsvis begrenset. En regel om at lån forbeholdt utlendinger er unntatt registreringsplikt skaper imidlertid et nytt problem. I praksis vil det være vanskelig forhindre at utlendinger selger ikke-registrerte obligasjoner denominert i norske kroner videre til nordmenn, siden man ved utstedelsen vanskelig kan kontrollere annenhåndsomsetningen av obligasjonene. Debitor vil normalt ikke kjenne obligasjonseierens identitet. På sikt vil et slikt «hull» i registreringsplikten kunne lede til økt etterspørsel blant nordmenn for slike uregistrerte obligasjoner som opprinnelig var forbeholdt utlendinger. Dette vil kunne svekke markedet for registrerte obligasjoner. Dersom registreringsplikten for norske utstedere ikke videreføres vil det ikke være behov for et skille mellom norske og utenlandske investorer.

Det kan hevdes at registreringsplikt ikke er et effektivt middel til å oppnå sitt hovedmål (dvs. kartlegging av norske skatteyteres kapitalinntekter og -gevinster), siden norske skatteyttere uansett kan opprette utenlandske bankkonti eller kjøpe utenlandske obligasjoner registrert i utenlandske registre som ikke utleverer informasjon til norske skattemyndigheter. På sikt kan det ikke utelukkes at etterspørselen etter slike plasseringsalternativer vil kunne øke, noe som igjen vil kunne redusere effektiviteten av en norsk registreringsplikt. Etter departementets syn er imidlertid ikke dette avgjørende innsigelser mot en fortsatt registreringsplikt. Prinsipielt bør ikke det faktum at skatteyttere unndrar seg fra skatteplikt benyttes som et argument for å svekke et effektivt rapporteringsregime. For det andre er det iverksatt arbeid internasjonalt

som tar sikte på å redusere mulighetene for unndragelse av kapitalinntekter knyttet til bl.a. bankinnskudd og obligasjoner. Det vises i den forbindelse til EU-kommisjonens forslag til direktiv om skattlegging av renteinntekter fra grensekryssende investeringer av 18. juli 2001 (KOM (2001) 400 Final).

En står etter dette overfor tre ulike alternativer mht. registreringsplikt for obligasjoner. En løsning vil kunne være å oppheve gjeldende registreringsplikt for obligasjoner. Det vil da ikke ha betydning for utsteder hvorvidt investor er norsk eller utenlandsk, noe som vil gi like konkurransevilkår for norske og utenlandske utstedere. For å ivareta skattekontrollhensyn mv. ved valg av en slik løsning, foreslår utvalgets flertall at utsteder skal kunne pålegges å gi myndighetene relevant informasjon om sine långivere. Etter departementets syn har ikke utvalget i tilstrekkelig grad utredet hvordan en slik informasjonsplikt for utsteder skal kunne gjennomføres i praksis. Etter en foreløpig vurdering finner departementet derfor en slik løsning å være lite hensiktsmessig. En annen løsning er å pålegge registreringsplikt for samtlige obligasjoner denominert i norske kroner, uavhengig av om utsteder er norsk eller utenlandsk og uavhengig av om lånet legges ut i utlandet eller i Norge. På den måten vil konkurranseulempen for norske utstedere av kronelån reduseres. Etter departementets vurdering er det imidlertid tvilsomt om norske myndigheter har jurisdiksjon til å pålegge utenlandske utstedere registreringsplikt, hvis eneste tilknytning til Norge er at de låner norske kroner. En «mellomløsning» ville være å videreføre hovedtrekkene i dagens system, hvor det er søkt å oppnå en balanse mellom offentlige hensyn (særlig skattekontroll) og konkurranseevnen til norske utstedere. Ulempen ved dette systemet er som nevnt ovenfor at det må gjøres et skille basert på om lånet er forbeholdt norske eller utenlandske investorer.

Etter en helhetsvurdering vil departementet foreslå at hovedtrekkene i dagens system videreføres. Norske utstedere gis i samsvar med gjeldende rett anledning til å innhente kapital i utlandet på lik linje med utenlandske utstedere, under forutsetning av at lånet er forbeholdt utlendinger. Fordelene knyttet til den effektive skattekontroll mv. som oppnås ved å opprettholde dagens system, veier etter departementets syn tyngre enn ulempene ved å opprettholde et skille mellom norske og utenlandske investorer. Dersom det åpnes for forvalterregistrering av norske obligasjoner for nordmenn, vil dessuten konsekvensene av fortsatt registreringsplikt i et norsk register få redusert betydning for norske investorer, jf. nærmere om forvalterregistrering i kapittel 9. Det legges i likhet med gjeldende rett opp til at de nærmere reglene om registreringspliktens innhold og omfang skal gis i forskrift, jf. lovforslaget § 2-1 annet ledd.

Flertallet reiser spørsmål ved om pliktig registrering for utenlandske utstedere vil være i samsvar med EØS-reglene om frie kapitalbevegelser. Anførselen presiseres ikke nærmere, men departementet antar det siktes til at utlendingers salg av obligasjoner i det norske markedet vil kunne vanskeligjøres av en registreringsplikt. Etter departementets syn kan det trolig konstrueres en tilsvarende problemstilling i forhold til registreringsplikt for norske utstedere. Det kan hevdes at registreringsplikt for norske utstedere medfører en restriksjon for utenlandske kjøpere av norske obligasjoner, siden utlendinger vil måtte opprette en investorkonto i et norsk register. Departe-

mentet anser det imidlertid som tvilsomt om en registreringsplikt i de ovennevnte situasjoner vil kunne karakteriseres som en «restriksjon» på kapitalbevegelser slik dette begrepet er fortolket av EF-domstolen, siden den potensielt handelshindrende effekten av en registreringsplikt er forholdsvis fjern og avledet. Det vises for øvrig til at registreringsplikten ikke innebærer en faktisk diskriminering til fordel for norske utstedere eller investorer. Registreringsplikten kan således begrunnes ut fra læren om «allmenne hensyn», selv om den mot formodning skulle anses å være en restriksjon. Etter departementets syn vil registreringsplikten være et proporsjonalt tiltak for å ivareta legitime hensyn som bl.a. skattekontroll og effektivt tilsyn av verdipapirmarkedet.

Registreringsplikten vil kunne oppfylles ved registrering i et register med konsesjon etter lovens kapittel 3. Dette innebærer at registreringsplikten også vil kunne oppfylles ved registrering i utenlandske registre som ikke er etablert med datterselskap i Norge, jf. nærmere omtale i punkt 5.4. Det understrekes i den sammenheng at slike utenlandske registre vil være fullt ut underlagt lovens bestemmelser om innsynsrett mv. I den grad det er behov for ytterligere regulering av innsynsretten mv. i slike registre, vil dette skje i nærmere regler om slike utenlandske registre gitt av departementet, jf. departementets forslag til § 3-1 tredje ledd.

Utvalget foreslår å oppheve negotiabilitetsvirkningene til fysiske ihendehaverobligasjoner i gjeldsbrevloven § 11 annet ledd nr. 1, siden det anses «hverken nødvendig eller hensiktsmessig med handel i fysiske dokumenter», jf. NOU 2000: 10 s. 86. Etter departementets syn er ikke konsekvensene av utvalgets forslag på dette punkt tilstrekkelig utredet. Det vises til medlem Krokeides merknad og Justisdepartementets høringsuttalelse som departementet i det vesentligste slutter seg til. For øvrig anser ikke departementet at omsetning av fysiske obligasjoner vil utgjøre et realistisk alternativ til registrering i et register selv om fysiske dokumenter beholder sin negotiabilitet, sett i lys av de omsetningstekniske fordeler registrering innebærer.

Utvalget har valgt å ikke vurdere gjeldende registreringsplikt for *aksjer* i norske allmennaksjeselskaper, siden dette «nylig ble vurdert i forbindelse med aksjerettsreformen». I likhet med utvalget vil ikke departementet foreslå endringer i gjeldende regler om registreringsplikt for aksjer i norske allmennaksjeselskaper. Det bemerkes imidlertid at realitetsvurderingen av gjeldende registreringsplikt ble foretatt i NOU 1992: 29 og Ot.prp. nr. 36 (1992-93), dvs forut for ikrafttreddelsen av EØS-avtalen. På sikt vil derfor ikke departementet utelukke at det kan være nødvendig å vurdere registreringsplikten nærmere, bl.a. i lys av endringer i internasjonale rammevilkår mv. og eventuelle konkurransemessige implikasjoner dette vil kunne få for norske utstedere. Konkurransulempen beror imidlertid på det nærmere innholdet i registreringsplikt, herunder reglene om forvalterregistrering, jf. kapittel 9.

Etter gjeldende rett er det registreringsplikt for *derivater* og *utenlandske aksjer* og *depotbevis* som er børsnoterte, jf. forskrift 1. desember 1997 nr. 1247 om registrering av opsjoner og terminer mv. i Verdipapirsentralen og forskrift 27. februar 1990 nr. 157 om registrering av utenlandske aksjer og depotbevis for utenlandske aksjer i Verdipapirsentralen. Det synes som om utvalget er delt i synet på om registreringsplikten for slike instrumenter bør videreføres, selv om mindretallets merknad etter sin ordlyd bare retter seg mot obligasjo-

ner. På den ene side tilsier skattekontrollhensyn mv. en fortsatt registreringsplikt for derivater og utenlandske aksjer og depotbevis. Det vises i den anledning til omtalen av obligasjoner, hvor dette hensynet ble tillagt stor vekt. På den annen side er registreringsplikten for derivater og utenlandske aksjer og depotbevis, i motsetning til situasjonen for obligasjoner og norske aksjer, knyttet til om instrumentene er notert på norsk børs. Etter departementets syn er det generelt uheldig å knytte registreringsplikten til notering på norsk børs. Registreringsplikt basert på markedsplassenes nasjonalitet vil kunne lede til en konkurransemessig ulempe for norske markedsplasser. De aktuelle instrumentene (derivater og utenlandske aksjer og depotbevis) kan lett flyttes til en utenlandsk børs hvor det ikke oppstilles registreringsplikt. Investorer i det norske markedet vil enkelt kunne erverve de samme aksjene i det utenlandske markedet gjennom norske eller utenlandske megleres fjernmedlemskap. For så vidt gjelder derivater, vises til at verdipapirforetaks handel i børsnoterte derivater skal skje under medvirkning av en oppgjørssentral, jf. verdipapirhandelloven § 9-4 tredje ledd. Etter departementets syn er det derfor overflødig å kreve registrering i et verdipapirregister ved siden av registrering i en oppgjørssentral. Oppgjørssentralen vil kunne oversende relevante opplysninger til skattemyndighetene, jf. nærmere i høringsuttalelsen til Norsk Oppgjørssentral ASA (NOS). Det vises videre til Skattedirektoratets høringsuttalelse, hvor det uttales at de «kortsiktige konsekvensene av å oppheve registreringsplikten for børsnoterte derivater vil være ubetydelige» siden slike uansett vil oppføres i et register. Skattedirektoratet antar imidlertid at det kan oppstå et kontrollproblem dersom det «standardiserte markedet vokser og deler av instrumentene ikke registreres». Departementet viser til at det foreligger registrerings *plikt* i en oppgjørssentral ved verdipapirforetaks handel i børsnoterte derivater, jf. ovenfor om verdipapirhandelloven § 9-4 tredje ledd. Etter departementets syn er det lite trolig at investorer vil handle derivater i stor utstrekning uten å benytte et verdipapirforetak. Departementet kan derfor ikke se at det foreligger avgjørende hensyn mot å oppheve gjeldende registreringsplikt i et rettighetsregister for børsnoterte derivater.

9 Forvalterregistrering

9.1 Gjeldende rett

Forvalterregistrering i et verdipapirregister innebærer at investors beholdning av finansielle instrumenter er registrert på en konto i forvalters navn. Slike konti vil normalt være merket som forvalterkonti slik at det fremgår at de reelle eierne er andre enn forvalteren. Forvalter vil som regel være en bank eller et verdipapirforetak. Ordningen skiller seg fra tilfeller der en annen enn rette eier er innført i registeret uten at dette bekjentgjøres for registeret og andre (proforma).

Utgangspunktet etter gjeldende rett er at reell eier skal fremgå av Verdipapirsentralens registre. Av allmennaksjeloven § 4-10 følger det at en bank eller annen forvalter som er godkjent av Kongen kan føres inn i aksjeeierregisteret i stedet for en utenlandsk aksjeier. 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 være legitimert til å råde over investors aksjer med de rettsvirkninger som følger av vpsl. kapittel 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 benyttet sin adgang til å gi unntak fra bestemmelsen, slik at tillatelse til å opptre som forvalter også omfatter aksjer notert på norsk børs og unoterte aksjer. Loven angir ikke bestemte krav til forvalteren, men vedkommende må være godkjent av Kongen (myndigheten er delegert til Kredittilsynet). Kredittilsynet har særlig lagt 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 taushetspliktsbestemmelser, 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. Årsaken har vært manglende evne, eller vilje, til å opplyse om reell eiers identitet. 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. For andre finansielle instrumenter er det ikke gitt regler om forvalterregistrering. Imidlertid er regelverket praktisert slik at det i dag eksisterer vps-konti i fremmed navn for obligasjoner og sertifikater.

I EØS-området er det bare Norge og Finland som har begrensninger på innlendingers adgang til forvalterregistrering. I Finland kan bare utlendinger forvalterregistrere aksjer. Finske statsborgere og finske organisasjoner eller stiftelser kan imidlertid forvalterregistrere obligasjoner. Utvalgets mindretall legger for øvrig til grunn at forvalterregistrering ikke er tillatt i Hellas.

Gjeldende rett og utenlandsk rett er nærmere omtalt i NOU 2000: 10 s. 88-92.

9.2 Generelt om adgangen til forvalterregistrering

Utvalgets forslag

Utvalget har ikke vurdert forvalterregistrering av aksjer for norske aksjeeiere, og uttaler (NOU 2000: 10 s. 88):

«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 innlendingers 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.»

Utvalget foretar en generell gjennomgang av ulike hensyn som taler for og imot forvalterregistrering. Utvalget understreker særlig betydningen utenlandske investorer har for likviditeten i det norske verdipapirmarkedet, og peker på at forvalterregistrering er en fordel for slike investorer. Det uttales bl.a. (NOU 2000: 10 s. 92-93):

«De fleste finner det byrdefullt å orientere seg i et fremmed marked og et fremmed rettssystem. Utlendinger har dessuten lite kjennskap til hvordan registrering av finansielle instrumenter skjer i Norge. For dem har det dermed stor verdi å kunne overlate de praktiske forholdene knyttet til investeringer i norske finansielle instrumenter til en forvalter. Forvalteren vil bl.a. sikre at investoren får utbetalinger på de finansielle instrumentene og kan delta i 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.»

Utvalget peker imidlertid på generelle ulemper knyttet til forvalterregistrering, og uttaler (NOU 2000: 10 s. 93):

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

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

Etter en generell gjennomgang av fordeler og ulemper knyttet til forvalterregistrering, går utvalget gjennom de hensyn som gjør seg gjeldende for de ulike finansielle instrumentene.

For så vidt gjelder *aksjer* legger utvalget til grunn at forvalterregistrering dekker et reelt behov for utenlandske investorer, ved at et forbud vil kunne medføre redusert interesse for det norske aksjemarkedet og dermed redusere likviditeten. Utvalget foreslår derfor å videreføre regler som gir utenlandske aksjonærer adgang til å benytte forvalterregistrering. Utvalget foreslår at denne adgangen skal gjelde for alle aksjer i allmennaksjeselskap, uavhengig av om selskapet er notert på norsk eller utenlandsk børs. Det vises til at særregler for aksjer notert på utenlandske børser kan medføre konkurranseulempes for norske børser. Forslaget er i samsvar med gjeldende praksis. Når det

gjelder aksjer i aksjeselskaper foreslår utvalget at selskapet selv bør kunne velge om aksjene skal kunne forvalterregistreres. Etter utvalgets syn vil det i enkelte tilfeller kunne være behov for forvalterregistrering også for slike aksjer. Utvalget har for øvrig ikke tatt stilling til om det er hensiktsmessig med ulike regler for utenlandske og norske investorer, siden det er lagt opp til et slikt skille i presiseringen av mandatet.

Etter utvalgets syn gjør i hovedsak de samme hensyn som taler for forvalterregistrering av aksjer seg gjeldende ved forvalterregistrering av *obligasjoner*. Samtidig påpekes at behovet for at reell eier fremgår av registeret er noe mindre enn tilfellet er for aksjer, siden bl.a. kontrollmessige hensyn ikke gjør seg gjeldende i samme grad ved omsetning av obligasjoner. Det foreslås derfor at det åpnes for forvalterregistrering av obligasjoner for utlendinger. Utvalget er imidlertid delt når det gjelder adgang til forvalterregistrering av obligasjoner for norske investorer. Flertallet foreslår en adgang til forvalterregistrering av obligasjoner tilhørende innlendinger, og uttaler bl.a. (NOU 2000: 10 s. 95):

«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 uttaler videre (NOU 2000: 10 s. 95-96):

«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 marksedsreglene i vphl. kap 2 i utgangspunktet får anvendelse også for obligasjoner, har disse en mindre betydning i obligasjonsmarkedet enn i aksjemarkedet. Verken meldepliktsreglene i vphl. kap 3 eller reglene i vphl. 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 vanskeligjør 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 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.»

Mindretallet går i mot at det åpnes for forvalterregistrering av obligasjoner for norske investorer, og uttaler bl.a. (NOU 2000: 10 s. 97-98):

«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 selskaphendelser 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 verdipapirhandeloven, kontroll med institusjoner under tilsyn som banker, forsikringsselskap og verdipapirforetak, eierbegrensningsregler, 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 registre-

ringsplikt 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 kreditors 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.»

Når det gjelder forvalterregistrering av *verdipapirfondsandeler*, antar utvalget at de samme hensyn gjør seg gjeldende for slike andeler som for andre finansielle instrumenter. Utvalget viser imidlertid til den pågående revisjonen av verdipapirfondsloven, og foreslår derfor ingen lovendringer på dette punktet.

Utvalget foreslår at det gis adgang til forvalterregistrering av *derivater* for utenlandske investorer, og viser i stor grad til begrunnelsen for å tillate forvalterregistrering av aksjer for utenlandske investorer. Utvalget er delt når det gjelder adgangen til forvalterregistrering for norske investorer. Flertallet ønsker å åpne for dette, mens mindretallet går i mot. Det vises i den forbindelse til argumentene ovenfor i relasjon til obligasjoner.

Høringsinstansenes merknader

En rekke høringsinstanser tar opp spørsmålet om forvalterregistrering av innlendingers aksjeinnehav. *Norges Bank* mener det bør åpnes for forvalterregistrering av aksjer eid av innlendinger, og uttaler:

«I de fleste sammenlignbare land er registreringssystemene for finansielle instrumenter bygget på forvalterregistrering, og Norges Bank mener dette i seg selv er grunn til å vurdere forholdet. I høringen til Ot prp nr 36 (1993-94), aksjeloven, kom det fra ulike hold forslag om å utvide adgangen til forvalterregistrering, men departementet mente at spørsmålene var så vidt kompliserte at de burde gjøres til gjenstand for egen utredning. Norges Bank kan ikke se at NOU 1996:3 fra Aksjelovutvalget i særlig grad belyse ovennevnte forhold. Vi viser til våre kommentarer under avsnittet registreringsplikt og foreslår at også muligheten til forvalterregistrering for innlendinger vurderes. Norges Bank kan ikke se særlige hensyn som skulle tale mot forvalterregistrering også for innlendinger, gitt de krav som stilles til forvaltere i forslaget til verdipapirregisterlov § 7-3 og forutsatt at de endringer vi foreslår i § 10-2 gjennomføres. Norges Bank vil også påpeke at norske investorer i stadig større grad investerer i utenlandske markeder, og at slike bør kunne brukes til investeringer innenlands. Statens investeringer i Petroleumsfondet er et eksempel på hvordan investorer benytter seg av forvalterregistrering.»

Norsk Oppgjørssentral (NOS) mener også det bør åpnes for forvalterregistrering av aksjer for innlendinger, og uttaler:

«Vi har tidligere påpekt viktigheten av at norske aktører underlegges de samme rammebetingelser som utenlandske aktører. Det må fore-

ligge særskilt tungtveiende hensyn for at norske aktører skal illegges strengere vilkår enn internasjonale konkurrenter. Verdipapirregistre er inne i en periode med internasjonale strukturendringer. Norske verdipapirregistre vil kunne få problemer å tilpasse seg internasjonale forhold dersom de må benytte særskilte registreringssystemer for innlendinger. Dette vil virke fordyrende og effektivitetshindrende. Kontrollhensynene er av vesentlig betydning, men det må antas at også norske myndigheter kan håndtere samme typer regler som ellers er vanlig internasjonalt, feks ved å stille krav om opplysningsplikt til forvalterne. Dette blir på samme måte som bankene i dag har opplysningsplikt for innskudd. Vi kan ikke se at de anførte kontrollhensynene veier tyngre enn de praktiske ulemper som nektelse av forvalterregistrering for innlendinger vil kunne medføre. Det er således NOS sin oppfatning at forvalterregistrering må tillates for alle typer finansielle instrumenter, slik at lovgivningen i Norge bringes på linje med hva som er vanlig i andre land.

NOS vil også peke på at mange av de hensyn som er anført for forvalterregistrering av aksjer for innlendinger, ikke har tilsvarende betydning for andre finansielle instrumenter. Dette gjelder feks forhold som gjelder kjennskap til eierskap, flaggingsregler, tilbudsplikt og markedsmanipulasjon. Det er således enda mindre grunn til å nekte innlendinger forvalterregistrering av andre finansielle instrumenter enn aksjer. Dersom forvalterregistrering av aksjer likevel skulle nektes for innlendinger, mener NOS at dette er begrunnet i særskilte forhold som må forankres i aksjelovene og ikke i verdipapirregisterloven.»

Videre mener *Oslo Børs* at det bør åpnes for en generell adgang til forvalterregistrering, uavhengig av om investor er norsk eller utenlandsk, og uttaler:

«De motargumenter som kan anføres, først og fremst hensynet til myndighetskontroll og - i forhold til aksjer - markedets interesse i å ha innsyn i eierforholdene i selskaper, bør etter børsens syn ikke tillegges for stor vekt. I det alt vesentligste kan hensynet til effektiv myndighetskontroll ivaretas gjennom regler om opplysningsplikt for forvalter. Når det gjelder hensynet til markedets behov for innsyn, er dette et godt stykke på vei ivaretatt gjennom flaggepliktsreglene i verdipapirhandeloven. Et viktig poeng er også at om lag en tredel av aksjene notert ved Oslo Børs er eid av utlendinger. Innsynet vil således uansett være begrenset. Videre representerer et forbud mot forvalterregistrering for norske investorer en uheldig forskjellsbehandling. Til dette kommer at forbudet i praksis kan «omgå» ved bruk av mellomliggende investeringsselskap hjemmehørende utenfor Norge.»

Finansnæringens Hovedorganisasjon (FNH), Fondsmeglerforbundet, Sparebankforeningen og Verdipapirfondenes Forening gir uttrykk for tilsvarende synspunkter.

Samtlige høringsinstanser som tar til orde for forvalterregistrering av aksjer, støtter også flertallets forslag om å utvide adgangen til forvalterregistrering av obligasjoner og derivater.

Justisdepartementet legger til grunn at forvalterregistrering av aksjer vil bli utredet nærmere, og uttaler:

«Det opplyses i utredningen at Finansdepartementet har angitt at en slik vurdering falt utenfor utvalgets mandat, jf. NOU 2000: 10 s. 88. Ved utarbeidelsen av de nye aksjelovene ble det ikke åpnet for utvidet ad-

gang til forvalterregistrering. Det ble lagt til grunn at dette spørsmålet burde vurderes i en egen utredning, jf. Ot.prp. nr. 23 (1996-97) s. 100. Justisdepartementet mener det ville være en fordel om spørsmålet om utvidet adgang til forvalterregistrering ble vurdert samlet både for aksjer og andre verdipapirer. Uavhengig av hvordan arbeidet legges opp legger vi til grunn at Finansdepartementet vil ta et hovedansvar, slik det blant annet var forutsatt i Finansdepartementets høringsbrev om de nye aksjelovene 24. oktober 1996 (snr. 96/1585).»

Verdipapirsentralen synes ikke å ta stilling til utvalgets forslag om forvalterregistrering, men gjør rede for enkelte av de argumenter som gjør seg gjeldende. Det uttales bl.a.:

«VPS ser at det er hensyn som taler både for og imot forvalterregistrering. Blant annet er vi enige i at forvalterregistrering i mange tilfeller vil være viktig av hensyn til særlig utenlandske investorers interesse for det norske markedet. Vi støtter her utvalgets synspunkt om at det for mange investorer vil være byrdefullt å orientere seg i et fremmed marked, dog slik at betydningen av dette momentet avhenger av bl.a. forholdene i dette markedet. For eksempel vil mange av de forslagene som ligger i vpslovutvalgets innstilling etter vår mening bidra til at det norske markedet kan innrettes på en måte som gjør det mer attraktivt for utenlandske investorer. Dette gjelder ikke minst det at verdipapirregistrene etter forslaget skal ha en omfattende fleksibilitet når det gjelder innretningen av registreringsvirksomheten, inkludert hvem som kan foreta hvilke typer registreringer i et norsk verdipapirregister. Eksempelvis vil et verdipapirregister kunne velge å benytte også utenlandske representanter til å foreta registreringer. En utenlandsk investor vil i så tilfelle kunne forholde seg til sitt vanlige verdipapirforetak, bank eller forvalter. Det vil også kunne åpnes for at investor ved bruk av internettløsninger tilsvarende nettbanker selv foretar de viktigste registreringene. Utvalget fremhever som et hensyn for forvalterregistrering at forvalterne kan tilby en del tjenester som verdipapirregistrene og kontoførerne ikke har i sitt tjenestespekter, slik som f.eks. såkalte «crossing»-muligheter. Mange av de tjenestene forvalterne typisk tilbyr er tjenester som det også vil kunne være interessant for et verdipapirregister å ha i sitt tjenestespekter, i den grad virksomhetsbegrensningen ikke er til hinder for dette. VPS nevner for øvrig at et viktig moment ved utformingen av reglene om forvalterregistrering, bør være hensynet til å beskytte investorenes interesser. Investorene vil ved forvalterregistrering ikke nyte godt av de rettsvernsregler som gjelder ved registreringer i et verdipapirregister. Vi vil også påpeke at det har vært flere tilfeller i utlandet der det har vært registrert et større eller et mindre antall instrumenter av et bestemt ISIN i underregisteret til en forvalter enn det forvalteren selv har stående på sin samlekonto i rettighetsregisteret.

VPS vil gjøre oppmerksom på at forvalterregistrering verdipapirregistre imellom er en forutsetning for å kunne etablere en effektiv og rasjonell registreringsordning i et marked med flere registre. Dette er nærmere kommentert under punktet om enerett. Også for det internasjonale samarbeidet verdipapirregistre imellom er forvalterregistrering en viktig forutsetning. Blant annet har ECSDA (European Central Security Depository Association), som er en ikke-kommersiell gruppe bestående av de nasjonale verdipapirregistrene i en rekke europeiske land, i sine standarder for grensekryssende verdipapirregistrering bygget på at registrene åpner for forvalterregistrering hos hverandre.

Det er derfor av avgjørende betydning for det internasjonale samarbeidet at i alle fall verdipapirregistre får anledning til å føre forvalterkonti hos hverandre. Vi anser det ønskelig at et norsk verdipapirregister også i andre sammenhenger har anledning til å føre underkonti til en samlekonto, ev. ved at dette gjøres etter oppdrag fra en forvalter.»

Kredittilsynet går i mot en utvidelse av adgangen til forvalterregistrering, og gjør nærmere rede for de hensyn som taler i mot forvalterregistrering av aksjer:

«Ut fra et tilsynsmessig perspektiv vil det være av meget stor viktighet at det er den reelle eier av det finansielle instrument som fremgår av selve registeret. Kredittilsynet er av den oppfatning at forvalterregistrering vanskeliggjør en effektiv og sikker myndighetskontroll med verdipapirmarkedet ved at oversikten over markedet blir dårligere når det ikke er den reelle eier som fremgår av selve registret. Dette vil gjøre seg gjeldende ved mistanke om eksempelvis overtredelser av forbudet mot innsidehandel, meldepliktsreglene, forbudet mot markedsmanipulasjon, overholdelse av flaggings- og tilbudsbestemmelser i verdipapirhandelloven, kontroll med institusjoner under tilsyn som banker, forsikringsselskap og verdipapirforetak, eierbegrensningsregler og hvitvasking. Tilgang til hvem som er reelle eiere er også sentralt i institusjonstilsynet, eksempelvis for å kunne kontrollere eventuell forfordeling av kunder.

I henhold til lovforslaget skal myndighetene ha krav på opplysninger om de reelle eierne fra forvalteren i samme grad som de har krav på opplysninger fra verdipapirregisteret. Kredittilsynet vil således formelt sett ha samme rett til informasjon ved forvalterregistrering som ved direkte registrering i et verdipapirregister. Kredittilsynet har i forbindelse med godkjenning av forvalterregistrering i henhold til allmennaksjeloven § 4-10 satt som vilkår at forvalteren fører et eierregister som til enhver tid viser hvem som er de reelle eierne av aksjene forvalteroppdraget omfatter. Videre kreves at norske myndigheter (samt utsteder selv) til enhver tid skal ha tilgang til de opplysninger som fremgår av dette eierregisteret. Der forvalter etter sitt hjemlands rett er underlagt sekretessebestemmelser stilles det også vilkår om at forvalter skal innhente forhåndssamtykke fra hver enkelte kunde til at opplysningen om eierforholdet kan gis norske myndigheter (og utsteder).

Det har imidlertid ofte i praksis likevel vist seg å være svært tids- og ressurskrevende å innhente opplysninger fra hver enkelt forvalter for å få opplysninger om de reelle eierforholdene. Tidsaspektet vil for Kredittilsynet i enkelte tilfeller være av avgjørende betydning. I de tilfeller der det for eksempel skjer en trenering av opplysningsplikten fra forvalterens, eventuelt fra den reelle eierens side, vil dette kunne føre til at Kredittilsynet ikke får utført sine oppgaver på en tilfredsstillende måte i det konkrete tilfellet. Selv om forvalter opptre lojalt, kan imidlertid arten av Kredittilsynets forespørsler i seg selv medføre at opplysningene ikke er umiddelbart tilgjengelig. Eksempelvis vil det kunne ta noe tid for en forvalter å rekonstruere samtlige bevegelser i en gitt aksje over en viss periode. Slike forhold kan selvsagt berette inndragelse av tillatelsen til å være forvalter. Der det etterspurte materialet er omfangsrikt, har Kredittilsynet imidlertid hittil akseptert en viss saksbehandlingstid hos forvalter. Selv slike forsinkelser kan imidlertid tilsynsmessig være uheldig. Det er for øvrig noe tvilsomt om forvalter i henhold til dagens regler plikter å føre historisk logg, og om Kredittil-

synet derfor i det hele tatt kan iverksette sanksjoner dersom historiske opplysninger ikke fremskaffes.

Kredittilsynets vil også bemerke at det bør tilstrebes full åpenhet omkring eierforholdene i norsk næringsliv, og mener at dette best kan oppnås der det er den reelle eier som registreres. Kredittilsynet viser i denne forbindelse til det som er sagt om dette vedrørende ny aksjelovgivning i Ot. prp. nr. 23 (1996-97), og dennes tilslutning av Stortinget i Innst.O. nr. 80 på s. 25. Manglende adgang til forvalterregistrering for norske aksjonærer reduserer følgelig muligheten for skjulte oppkjøp. Dette vil kunne forsterkes ved en nedkorting av oppgjørstiden. Disse hensynene veier etter Kredittilsynets oppfatning imidlertid ikke tungt nok til å begrunne en utvidelse av adgangen til forvalterregistrering. Det vises for øvrig til at bruk av derivater i viss grad kan avhjelpe det nevnte mulige behovet for investor til å skjule seg en kortere periode.»

Kredittilsynet mener imidlertid at vekten av hensyn i mot forvalterregistrering varierer avhengig av hvilke instrumenter det er snakk om. Det foreslås derfor et generelt forbud mot forvalterregistrering, men at departementet gis hjemmel i lov til å gjøre unntak fra dette forbudet. I den sammenheng uttaler Kredittilsynet bl.a.:

«Kredittilsynet er av den oppfatning at de hensyn som ovenfor nevnt også gjør seg gjeldende i forhold til andre finansielle instrumenter enn aksjer, om enn ikke i samme grad. For enkelte typer instrumenter, som eksempelvis gjeldsinstrumenter og fondsandeler, vil enkelte av de ovennevnte hensyn ikke ha like stor vekt. I tillegg kan markedets funksjonalitet, eksempelvis det å legge til rette for utenlandske investorer i gjeldsinstrumenter, kunne tale for at adgangen til forvalterregistrering utvides. Kredittilsynet mener imidlertid at denne vurderingen ikke bør foretas felles for alle finansielle instrumenter. Det vises til at det for enkelte finansielle instrumenter vil kunne være grunn til å likestille adgangen til forvalterregistrering med det som gjelder for aksjer, eksempelvis for frittstående tegningsretter, tegningsrettsaksjer og konvertible obligasjoner. For andre typer finansielle instrumenter, som eksempelvis for fondsandeler, kan det være mindre betenkelig å tillate forvalterregistrering. Det utvikles også kontinuerlig nye finansielle instrumenter i markedet. Ved å foreta en individuell vurdering av det enkelte finansielle instrument, vil de ulike karakteristika, og også den markedsmessige funksjonen og effekten av instrumentet kunne tas i betraktning.»

Justisdepartementet støtter mindretallets argumentasjon i mot forvalterregistrering, og uttaler:

«Forvalterregistrering innebærer at det verken er synlig for utstederforetaket eller allmennheten hvem som besitter retten til det aktuelle finansielle instrumentet. Også på dette punktet vil hensynet til åpenhet rundt rettighetsforhold i næringslivet gjøre seg gjeldende».

Nærings- og handelsdepartementet og *Landsorganisasjonen* gir uttrykk for tilsvarende synspunkter. *Skattedirektoratet* støtter også mindretallets synspunkter, og uttaler:

«Utvalgets flertall foreslår at det gis adgang til forvalterregistrering av obligasjoner og derivater tilhørende innlendinger. Skattedirektoratet slutter seg her til mindretallets vurderinger og konklusjoner. Vi kan

f.eks. ikke se at registrering på navn utgjør et «fordyrende og kompliserende forhold», men at adgang til forvalterregistrering i hovedsak dekker visse aktørers behov for anonymitet. Vi er også enig med utvalgets mindretall i at investors fordeler ved å benytte forvalter kan oppnås helt uavhengig av registreringsplikten. Retten til å forbli anonym kan ikke ses å representere noe unntak i denne henseende idet denne retten kan anses legitim kun i relasjon til andre enn utsteder og kontrollmyndigheter med innsynshjemmel.»

Statistisk sentralbyrå gir uttrykk for tilsvarende synspunkter, og uttaler:

«I statistikksammenheng må vi ha informasjon om hvem som er reell eier av det finansielle instrumentet. Dette fordi opplysningene om eier/investor etter regelverket i nasjonalregnskapsstandarden (ESA 95) skal kunne klassifisere etter institusjonell sektor - utlendinger må kunne skilles fra norske aktører, husholdninger fra private og offentlige foretak mv. Hvis informasjonen ikke kan innhentes fra registerførerene, vil SSB med hjemmel i statistikkloven uansett kreve at slike opplysninger blir rapportert av hensyn til den offisielle statistikken. Det samme kravet vil komme fra skattemyndighetene og fra Kredittilsynet etter mindretallets vurdering i utvalget. En slik løsning - som utvalget også kommenterer - vil ofte ta mer tid og kreve økte ressurser. I tillegg vil forvalterne ha problemer med å til enhver tid ha oversikt over de reelle eierne av verdipapirene, siden investorene ofte er forvalterregistrert i flere ledd. Vi kan ikke se at rapportørene oppnår noen gevinster ved at det foreslås lettere tilgang til å bruke forvaltere. Vi er enig med utvalgets mindretall i at det ikke er like nødvendig å ha opplysninger om utenlandske investorer, men har erfaring for at det bak forvaltere av såkalte utenlandske verdipapirer kan skjule seg norske aktører.»

Økokrim støtter også mindretallets synspunkter, og går inn for en videreføring av hovedtrekkene i dagens system. Det uttales bl.a.:

«Utvalget nevner eksplisitt tilsynsoppgaver knyttet til kontroll med bestemmelsene i Vphl. om innsidehandel og markedsmanipulasjon. I tillegg kommer overvåking av bestemmelsene i Vphl. om tilbuds-, flagge- og meldeplikt som påhviler Oslo Børs. Mistanke om brudd av foranstående bestemmelser med påfølgende undersøkelser/etterforskning hos flere forvaltere vil kunne sette helt nye tidsrammer og ressursbruk for granskningsvirksomheten. Gjeldende forskrifter med direkte registrering av eierskapet er med å gi en hurtig, effektiv og tilnærmet diskret behandling av slike saker. ØKOKRIM stiller seg tvilende til at dette vil kunne opprettholdes ved overgang til forvalterregistrering, selv om forvalterne etter utvalgets syn skal pålegges plikt til å opplyse om de reelle eiernes identitet. I det vi ser fordelene som forvaltertjenestene betyr for en utenlandsk aktør i det norske verdipapirmarkedet ser vi oss enige i Utvalgets konklusjon om å videreføre forvalterordningen for utenlandske investorer. ØKOKRIM kan imidlertid ikke se at tilsvarende fordeler vil kunne gjelde for innenlandske aktører eller at forvalterordningen utvides med obligasjoner for utenlandske investorer. Som utvalget selv konkluderer med vil hvitvaskingsreglene og skattemyndighetenes kontrollbehov være de samme som under dagens ordning. ØKOKRIM ser av den grunn ingen tvingende grunner til å foreta endringer fra gjeldende lov. Det vises i denne sammenheng til merknadene ovenfor om registreringsplikten og som er relevante også i forhold til spørsmålet

om forvalterregistrering av finansielle instrumenter som obligasjoner.»

Skattedirektoratet mener for øvrig at det er uheldig at aksjeselskaper etter forslaget selv skal kunne velge hvorvidt aksjene i selskapet skal kunne forvalterregistreres. Det vises til at utenlandske forvaltere da vil måtte forholde seg til to ulike systemer i det norske markedet (forvalterregistrering og direkte registrering).

Departementets vurdering

Departementet viser innledningsvis til at spørsmålet om forvalterregistrering henger nært sammen med spørsmålet om registreringsplikt. Registrering utløser ulike typer rettsvirkninger for utstedere og investorer. En slik rettsvirkning er etter gjeldende rett at reell eier av aksjer i utgangspunktet skal fremgå av registeret. Spørsmålet om forvalterregistrering er derfor et spørsmål om hvilke konsekvenser registreringsplikten skal ha. Eventuelle konkurranseulempen knyttet til registreringsplikt, vil kunne forsterkes dersom konsekvensene av registreringsplikt oppfattes som strenge i forhold til hva som er vanlig internasjonalt.

Det synes i hovedsak å foreligge tre grupper av hensyn som taler i mot forvalterregistrering: hensynet til et effektivt tilsyn av verdipapirmarkedet, markedets og allmennhetens behov for informasjon og hensynet til effektiv skattekontroll av norske skattesubjekter. De to førstnevnte hensynene gjør seg i prinsippet gjeldende uavhengig av investors nasjonalitet. Det sistnevnte hensyn gjør seg i hovedsak gjeldende i forhold til investorer som er skattepliktige til Norge. Det sentrale argumentet for forvalterregistrering er at dette er vanlig internasjonalt. Det hevdes å være lite hensiktsmessig å opprettholde «særnorske» regler i et internasjonalt kapitalmarked. Både utvalget og høringsinstansene erkjenner at det gjør seg gjeldende kryssende hensyn ved vurderingen av om reell eier skal fremgå av registeret eller ikke. Det er videre enighet om at de ulike hensyns relative vekt bl.a. avhenger av hvilket instrument det er snakk om og om investor er norsk eller utenlandsk. Det er imidlertid stor uenighet om hvilken vekt de ulike hensyn skal gis i forhold til hverandre i visse situasjoner, særlig i de situasjoner hvor investor er norsk.

Et samlet utvalg går inn for at utenlandske investorers innehav av finansielle instrumenter skal kunne forvalterregistreres, uavhengig av om det gjelder aksjer, obligasjoner eller andre instrumenter. Ingen av høringsinstansene synes å gå i mot utvalgets forslag på dette punkt. Departementet viser til at kontrollhensyn isolert sett kan tilsi at reell eier fremgår av registeret uavhengig av nasjonalitet. Det kan hevdes at dette bl.a. ville kunne bidra til at registeret blir et mer effektivt verktøy ved etterforskning av mulig innsidehandel mv. Departementet slutter seg imidlertid til utvalgets vurdering av at det vil kunne fremstå som byrdefullt for utlendinger å orientere seg i et fremmed marked og et fremmed rettssystem, og at registrering gjennom en forvalter er en hensiktsmessig måte å løse slike problemer på. Videre vil forvalterregistrering kunne gi en utenlandsk investor som er aktiv i flere nasjonale markeder, en bedre oversikt over sin totale portefølje. Adgangen til forvalterregistrering antas derfor å kunne være en av flere faktorer som avgjør hvorvidt utlendinger vil velge å investere i et norsk verdipapir. Utenlandske investorer har stor

betydning for likviditeten i det norske finansmarkedet, og de bidrar med viktig risikokapital til norsk næringsliv. Departementet slutter seg derfor til utvalgets forslag om å åpne for forvalterregistrering av utenlandske investorer, uavhengig av hvilket instrument det er snakk om.

Det er imidlertid stor uenighet i utvalget og blant høringsinstansene om det bør åpnes for forvalterregistrering for norske investorer. Et sentralt spørsmål er om norske aktører har et markedsmessig behov for forvalterregistrering. I den grad et slikt behov foreligger, er spørsmålet om det foreligger tilstrekkelige offentlige hensyn som tilsier at markedsaktørenes valgfrihet på dette punktet bør begrenses. Disse to spørsmål vil vurderes i det følgende.

Det er etter departementets syn vanskelig å si noe sikkert om norske aktørers markedsmessige behov for forvalterregistrering. Generelt legger departementet til grunn at norske investorer på samme måte som utenlandske investorer vil kunne velge å investere i utlandet dersom norske regler på vesentlige punkter anses som mer byrdefulle enn hva som er vanlig internasjonalt. Det understrekes i den sammenheng at investors nasjonalitet bare er relevant i den grad det aktuelle instrumentet er registrert i Norge. Det gjelder i dag ingen rettslige begrensninger i adgangen for norske investorer til å erverve utenlandske finansielle instrumenter, og slike beholdninger vil ikke fremgå av et norsk register. Det er mao. ingen *generell* plikt for norske investorer til å registrere sine beholdninger av finansielle instrumenter i et norsk register.

Det foreligger visse forskjeller mellom norske og utenlandske investorer, som kan anføres til støtte for ulike regler basert på investors nasjonalitet. Argumentet om at rettssystemet er fremmed og ordningen ukjent har liten relevans i forhold til norske investorer. Samtidig gjør skattekontrollhensynet seg gjeldende i større grad i forhold til norske investorer enn i forhold til utenlandske investorer. På den annen side vil trolig norske investorer kunne ønske å ha valget mellom forvalterregistrering og direkte registrering, på lik linje med utenlandske investorer. Hva den enkelte investor vil velge er usikkert, og vil bero på en sammensatt vurdering. Det er bl.a. anført at forvalterregistrering gir investor en bedre oversikt over sin totale portefølje. Mindretallet anfører imidlertid at investor kan være direkte registrert samtidig som forvalter ivaretar investors behov for internasjonal porteføljeoversikt, kontakt med ulike registre, orientering om ulike selskapshendelser mv. Et annet vesentlig moment i investors vurdering vil være kostnadene knyttet til de ulike registreringsformene. Også her er det vanskelig å angi entydige svar. Enkelte institusjonelle investorer vil muligens kunne foretrekke forvalterregistrering p.g.a. lavere transaksjonskostnader. Et annet moment investor vil måtte ta i betraktning, er at forvalterregistrering som hovedregel innebærer at de særskilte rettsvernsreglene ved direkte registrering ikke får anvendelse. Hvorvidt dette innebærer en fordel eller ulempe for investor og hans suksessorer beror på en sammensatt vurdering, bl.a. av hvilket lands regler som regulerer forvalters beholdning av instrumenter og hva som følger av disse reglene.

Det kan trolig ikke utelukkes at fravær av valgfrihet og fleksibilitet på sikt vil kunne påvirke likviditeten i det norske markedet negativt, ved at norske investorer i større grad vil investere i utenlandske instrumenter enn i en institusjon hvor det ikke er tillatt med forvalterregistrering. En eventuell negativ

utvikling i likviditeten vil ytterligere forsterkes ved de økte praktiske muligheter som foreligger for grensekryssende handel. Både internetløsninger og samarbeidsløsninger innen den finansielle infrastruktur (som for eksempel NOREX-samarbeidet) tilsier at norske investeringer i utlandet vil øke i fremtiden. Dagens forbud mot forvalterregistrering for norske investorer har for øvrig vist seg å være vanskelig å praktisere, siden det forutsetter et effektivt skille mellom norske og utenlandske investorer. Et slikt skille vanskeliggjøres bl.a. ved at norske investorer vil kunne etablere utenlandske datterselskaper i et forsøk på å unngå norske regler.

En isolert vurdering av dagens og fremtidige markedsforhold tilsier derfor etter departementets vurdering at det som et prinsipielt utgangspunkt ikke bør opprettholdes et skille mellom norske og utenlandske investorer mht. adgangen til forvalterregistrering. Etter departementets vurdering bør det derfor foreligge særlige grunner av offentligrettslig art for å innskrenke valgfriheten til norske investorer på dette punktet.

Det er anført flere relevante hensyn mot forvalterregistrering, men deres vekt varierer i forhold til de ulike instrumentene.

Det er alminnelig antatt at de tyngste mothensynene gjør seg gjeldende i forhold til forvalterregistrering av *aksjer* for norske investorer. Denne problemstillingen falt imidlertid utenfor utvalgets mandat, og en har etter departementets syn ikke tilstrekkelig grunnlag for å behandle dette nå. Forvalterregistrering av aksjer bør derfor utredes nærmere. Videre bør en vurdere i hvilken grad eventuell forvalterregistrering for norske investorer vil påvirke adgangen til å føre et effektivt tilsyn med verdipapirmarkedet, og hvordan en eventuelt kan ivareta hensynet til en effektiv skattekontroll. Utviklingen internasjonalt går raskt på dette området, og det er grunn til å tro at grensekryssende handel med aksjer bare vil øke i omfang, bl.a. som følge av NOREX-samarbeidet. Departementet vil derfor prioritere arbeidet med å få en avklaring av spørsmålet, og eventuelt komme tilbake med forslag til lovendringer dersom det finnes hensiktsmessig å åpne for forvalterregistrering av aksjer for norske investorer.

Utvalget har foretatt en grundig vurdering av om det bør åpnes for forvalterregistrering av *obligasjoner* som innehas av norske subjekter. Etter departementets syn foreligger det tilstrekkelig grunnlag for å behandle spørsmålet nå. Både utvalget og høringsinstansene er delt i dette spørsmålet.

Hensynet til et effektivt tilsyn av verdipapirmarkedet kan tale i mot forvalterregistrering av obligasjoner. Departementet er i utgangspunktet enig i at forvalterregistrering isolert sett vil kunne vanskeliggjøre etterforskning av mulige brudd på innsidehandelforbudet, meldepliktsreglene, forbudet mot markedsmanipulasjon mv. Disse lovforbudene har imidlertid en langt større praktisk betydning i aksjemarkedet enn i obligasjonsmarkedet. Mothensyn av tilsynsmessig art har derfor begrenset vekt i denne sammenhengen. Departementet vil for øvrig presisere at spørsmålet ikke er hvorvidt tilsynsmyndighetene skal ha full tilgang til relevant informasjon om markedsaktørene, men hvordan slik informasjon praktisk skal kunne fremskaffes. Dagens hovedregel om registrering av eier gir en rask og effektiv tilgang til relevant informasjon. Ved forvalterregistrering vil denne informasjonen måtte fremskaffes av forvalter og eventuelle underforvaltere. Dette vil være tidkrevende, noe som åpen-

bart kan være uheldig i en etterforskning. På den annen side foreslås skjerpede krav til forvalter i lovforslaget, jf. nedenfor pkt 9.3. Forvalter vil måtte godkjennes av Kredittilsynet. Det foreslås lovfestet at forvalter skal ha samme opplysningsplikt overfor offentlige myndigheter som et verdipapirregister. Mer spesifikke krav til forvalter kan fastsettes som vilkår for godkjenning. Et slikt vilkår kan være at VPS skal fungere som et «kontaktpunkt» mellom forvalterne og myndighetene, slik at forvalterne sender de relevante opplysningene via VPS. Det foreslås også mer effektive sanksjoner mot forvaltere som ikke oppfyller sin opplysningsplikt enn det som gjelder i dag, jf. nedenfor om sperring av konti. Dette vil kunne avhjelpe enkelte av de problemer Kredittilsynet peker på i sin høringsuttalelse. Samlet sett må det derfor kunne antas at forskjellen mellom direkte registrering og forvalterregistrering mht. informasjonstilgang på sikt vil kunne reduseres.

Et annet hensyn i mot forvalterregistrering av obligasjoner er hensynet til effektiv skattekontroll. Etter gjeldende vphl. § 2-15 plikter VPS å stille registrerte opplysninger til rådighet for bl.a. skattemyndighetene. Verdien av slike opplysninger hentet direkte ut fra registeret vil kunne reduseres dersom det åpnes for forvalterregistrering for norske skatteyttere. På den annen side utelukker ikke forvalterregistrering at skattemyndighetene får tilgang til slike opplysninger fra den aktuelle forvalteren. Forvalters opplysningsplikt overfor myndighetene vil etter departementets forslag være like omfattende som registerets opplysningsplikt. Forskjellen vil i såfall være av praktisk snarere enn prinsipiell art, jf. nedenfor om forslaget om å skjerpe reglene i forhold til forvalterne. Det vises for øvrig til at skattemyndighetenes behov for informasjon bare delvis ivaretas gjennom innsyn i norske verdipapirregistre. Norske skatteyttere har i økende grad valgt å investere i utenlandske markeder, og det antas at denne utviklingen vil fortsette i årene som kommer. Slike investeringer vil verken være tilgjengelig hos norske verdipapirregistre eller hos forvalterne.

Etter en helhetsvurdering kan ikke departementet se at det foreligger offentlige hensyn som tilsier et forbud mot forvalterregistrering av obligasjoner for norske investorer. Verken hensynet til effektivt tilsyn av verdipapirmarkedet eller hensynet til effektiv skattekontroll er av en slik vekt at det veier opp for de ulemper en fortsatt forskjellsbehandling av norske og utenlandske investorer mht. forvalterregistrering vil kunne innebære. Det foreslås derfor at norske investorer gis anledning til å velge forvalterregistrering av obligasjoner på lik linje med utenlandske investorer. En slik løsning vil også avhjelpe eventuelle konkurranseulempen knyttet til registreringsplikt for utstedere av norske obligasjoner, jf. kapittel 8.

Departementet foreslår videre at det åpnes for forvalterregistrering av *derivater*. Generelt bemerkes at mothensynene knyttet til tilsyn og skattekontroll neppe gjør seg mer gjeldende i forhold til derivater enn i forhold til obligasjoner. Videre vises det til at det ikke foreslås registreringsplikt for derivater.

Et særskilt spørsmål er om det bør åpnes opp for forvalterregistrering av *andeler i verdipapirfond*. Det gjelder ingen registreringsplikt i VPS for verdipapirfondsandeler, jf. vpsl. § 1-3 første ledd. Det følger imidlertid av verdipapirfondloven § 6-4 første ledd at andelseiere i verdipapirfond forvaltet av norske

forvaltningsselskaper plikter å la seg registrere i eget navn i forvaltningsselskapets andelseierregister. Forvaltningsselskapet plikter bl.a. å sende inn nærmere spesifiserte opplysninger til ligningsmyndighetene om andelseieren. Hensynene for og i mot forvalterregistrering av verdipapirfondsandeler i et forvaltningsselskap vil etter departementets syn være av samme art som hensynene for og i mot forvalterregistrering av obligasjoner. Det skal imidlertid bemerkes at tilsynsmessige hensyn neppe gjør seg gjeldende i forhold til verdipapirfondsandeler. Departementet foreslår på denne bakgrunn at verdipapirfondloven endres slik at det åpnes for forvalterregistrering av andeler i verdipapirfond. Det må imidlertid vurderes nærmere hvilke bestemmelser om forvalterregistrering i verdipapirregisterloven som skal få anvendelse ved forvalterregistrering av fondsandeler. Det foreslås derfor at de nærmere regler om slik forvalterregistrering fastsettes i forskrift, jf. forslag til verdipapirfondloven § 6-4 nytt fjerde ledd.

9.3 Nærmere regler om forvalterregistrering

Utvalgets forslag

Utvalget foreslår at det fortsatt skal stilles bestemte krav til dem som skal opptre som forvaltere i norske verdipapirregistre. Utvalget drøfter om dagens krav om forhåndsgodkjennelse bør videreføres, eller om det vil være tilstrekkelig med en notifikasjonsregel. Utvalget kommer til at det fortsatt bør gjelde et krav om forhåndsgodkjennelse, og uttaler (NOU 2000: 10 s. 98):

«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 opptre 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.»

Det vises til at forslaget innebærer at norske verdipapirregistre også vil kunne godkjennes som forvaltere. Slike registre vil således kunne føre delregister over finansielle instrumenter som allerede er registrert i et annet norsk verdipapirregister, herunder for aksjer som tilhører norske aksjeeiere. I den sammenheng uttaler utvalget (NOU 2000: 10 s. 98-99):

«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.»

Utvalget foreslår videre at forvalter skal kunne pålegges å opplyse offentlige myndigheter om reell eiers identitet, og at forvalters opplysningsplikt skal ha samme omfang som verdipapirregistrenes opplysningsplikt. Utvalget uttaler i den sammenheng:

«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 eierens 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 gjøres unntak fra forvalters opplysningsplikt der forvalteren er et utenlandsk verdipapirregister, men finner ikke at det foreligger tilstrekkelige grunner til å foreslå et slikt unntak. Utvalget uttaler i den forbindelse (NOU 2000: 10 s. 99):

«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 viderebringes 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.»

Utvalget understreker betydningen av effektive sanksjonsmuligheter i de tilfeller forvalter ikke oppfyller sine forpliktelser, og uttaler (NOU 2000: 10 s. 99):

«Utvalget finner, i likhet med Aksjelovutvalget, at det bør innføres sanksjoner mot forvalter som opptre 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 viser til at Aksjelovutvalget i NOU 1996: 3 foreslo at det skulle være adgang til tvangssalg av aksjer når forvalter ikke oppfylte sine forpliktelser. Aksjelovutvalgets forslag ble ikke fulgt opp i proposisjonen, i det Justisdepartementet fant at reglene om forvalterregistrering burde gjøres til gjenstand for en egen utredning. Etter en helhetsvurdering finner imidlertid utvalget at pålegg om sperring av aksjer vil være et mer egnet sanksjonsmiddel enn tvangssalg, og uttaler (NOU 2000: 10 s. 99-100):

«[Tvangssalg] 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 opptrer 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 verdipapirregistre-
ne.»

Høringsinstansenes merknader

Skattedirektoratet reiser spørsmål ved om forvalteren bør pålegges et økonomisk ansvar dersom det trekkes for lite kildeskatt pga. feil opplysninger om reell eier, og uttaler:

«Ved utformingen av en slik opplysningsplikt bør det hensyntas at det også kan finnes uregistrerte forvaltere som ikke har søkt om godkjenning hos Kredittilsynet. Det bør også beaktes at utenlandske forvaltere i praksis vil ha betydelige vanskeligheter med å gi korrekte opplysninger om hvem som er reell eier. Dette henger sammen med at forvalter-

kjeden kan bestå av flere ledd, men også med at det er usikkerhet med hensyn til om en registrert eier virkelig er å anse som den reelle eier av aksjene.

Problemene med hensyn til hvem som er reell eier har en særskilt relevans i relasjon til reglene om kildeskatt på utbytte. Usikkerhet med hensyn til hvem som er reell eier gir en generell risiko for at aksjene er registrert på en verdipapirkonto med for lav kildeskatt på utbyttestidspunktet. Det gjør det også vanskelig for det norske selskapet og skattemyndighetene å føre kontroll med hvilken kildeskatt som skal trekkes.

Etter vår oppfatning bør det vurderes om den forvalter som er registrert i verdipapirregisteret, bør pålegges et økonomisk ansvar for for lite trukket kildeskatt i tillegg til det ansvar som påhviler det norske selskapet.»

Skattedirektoratet mener videre at forvalter bør pålegges en plikt til å fremskaffe opplysninger om reell eier i de tilfeller forvalter ikke har opplysningene, og uttaler:

«Forvalter må også pålegges plikt til å fremskaffe opplysninger om de reelle eierforhold fra sine eventuelle underforvaltere. Videre bør disse opplysningene være lett tilgjengelig for ligningsmyndighetene. En løsning som bør overveies er å sette som vilkår for forvalterregistrering at forvalteren jevnlig overfører sine registreringsopplysninger til norsk register som har taushetsplikt overfor offentligheten, men opplysningsplikt overfor kontrollmyndigheter og utsteder.»

Kredittilsynet støtter forslaget om å gi Kredittilsynet hjemmel til å sperre samlekonti for annet enn transaksjoner som er forhåndsgodkjent.

Departementets vurdering

Etter departementets syn bør en adgang til forvalterregistrering motsvares av klare regler om forvalters forpliktelser og håndhevelsen av disse.

Når det gjelder spørsmålet om *hvem som bør ha adgang til å opptre som forvalter*, er det etter departementets syn av avgjørende betydning at det på forhånd er vurdert om de aktuelle foretak er egnet til å opptre som forvaltere. Departementet slutter seg på denne bakgrunn til utvalgets forslag om å videreføre et krav om forhåndsgodkjennelse av forvaltere i norske verdipapirregistre. I likhet med utvalget, foreslår departementet at de nærmere regler om godkjennelse av forvalter bør gis i forskrift. Slike regler vil kunne presisere nærmere hvem som skal kunne opptre som forvalter, og hvilke plikter som påhviler forvalteren. Det vil bl.a. kunne stilles nærmere krav om hvilke opplysninger forvalter selv må registrere om investor mv. Det antas at det i en slik forskrift vil kunne gis nærmere regler om forvalters plikt til å fremskaffe opplysninger om reell eier, jf. Skattedirektoratets merknad om dette.

Departementet slutter seg videre til utvalgets omtale av adgangen andre norske verdipapirregistre vil ha til å være forvaltere i et norsk register. Opprettelsen av slike «delregistre» vil legge til rette for at investorer skal kunne forholde seg til ett rettighetsregister, uavhengig av hvilket register utstederen av de finansielle instrumentene har valgt. De nærmere regler om slike delregistre er ikke drøftet nærmere av utvalget, og departementet tilrår derfor at slike regler fastsettes i forskrift. Departementet legger for øvrig til grunn at inn-

synsretten som følger av asal. § 4-5 ikke bør innskrenkes i et system med flere rettighetsregistre. Det vises til forslaget til endring av asal. § 4-10 første ledd.

En utvidet adgang til forvalterregistrering nødvendiggjør etter departementets syn klare regler om *forvalters opplysningsplikt*. Departementet viser til at en effektiv tilgang til registrerte opplysninger vil være av stor betydning for offentlige myndigheters kontrollvirksomhet. Tilgangen til slike opplysninger bør være den samme uavhengig av om opplysningene finnes i registeret eller hos forvalter. Departementet slutter seg derfor til utvalgets forslag om at forvalterne skal pålegges plikt til å opplyse om de reelle eiernes identitet. Opplysningsplikten bør være av samme omfang som registerets opplysningsplikt. Dette betyr at den som med hjemmel i lov kan kreve opplysninger fra et verdipapirregister, vil kunne kreve tilsvarende opplysninger fra en forvalter, jf. omtale i kapittel 12. Forslaget innebærer at kontohaver, panthavere mv. og offentlige myndigheter vil kunne kreve opplysninger utlevert av forvalteren. Det er videre foreslått at Kredittilsynet skal kunne gi nærmere regler om utlevering av opplysningene. Etter departementets syn er denne forskriftshjemmelen av stor prinsipiell og praktisk betydning. Det vil bl.a. kunne gis nærmere regler om hvor raskt og på hvilken måte de aktuelle opplysningene skal gis. Etter departementets syn bør det også vurderes å pålegge forvalter å sende de relevante opplysningene til de innsynsberettigede via et norsk register. Registeret vil da fungere som et «kontaktpunkt» mellom forvalter og de ulike parter med innsynsrett. Ved utformingen av slike regler vil til dels motstridende offentlige hensyn gjøre seg gjeldende. Forskriftshjemmelen bør derfor tilligge departementet, og ikke Kredittilsynet som foreslått av utvalget.

Etter ligningsloven § 6-5 og forskrift av 13.12.1995 nr. 1090 om levering av kontrolloppgaver fra forvaltningsselskaper og verdipapirsentralen til ligningsmyndighetene, skal VPS ukrevet gi ligningsmyndighetene beholdningsoppgaver som viser den enkelte investors samlede registrerte beholdning av fondsaktiver (bl.a. aksjer og obligasjoner) pr. 31. desember. Beholdningsoppgavene skal inneholde opplysninger om renter og utbytte periodisert i inntektsåret. Videre skal det ukrevet gis opplysninger som viser samtlige transaksjoner som medfører beholdningsendringer gjennom inntektsåret. I forskriften § 7-13 reguleres nærmere hva oppgavene skal inneholde. Oppgavene skal gis på magnetbånd eller annen maskinlesbart medium. Skattedirektoratet kan også bestemme hvordan oppgavene skal formes. Etter ligningslovens § 6-15 kan ligningsmyndighetene i dag til enhver tid foreta kontroll bl.a. hos VPS. Bestemmelsen hjemler både en plikt for VPS til å fremlegge og utlevere bilag, kontrakter mv. og gi adgang til lokaler og arkiver mv. Departementet legger til grunn at tilsvarende plikter skal kunne pålegges forvaltere.

I Ot. prp. nr. 1 (1999-2000) ble det foreslått endringer i beskatningen av obligasjoner. Endringene er vedtatt, men trer i kraft fra den tid Kongen bestemmer. Endringene medfører at det innføres en periodiseringsregel for renter knyttet til overkurs eller underkurs, ved utstedelse eller omsetning, som skal fordeles over obligasjonens gjenværende løpetid. Avkastningen (renten) foreslås beregnet på grunnlag av kjøpskurs, gjenstående løpetid og innfrielseskurs. Ifølge forslaget er det VPS som skal beregne og rapportere rentelementet til skattemyndighetene. Departementet legger til grunn at de

samme pliktene som var tenkt pålagt VPS må kunne pålegges forvaltere ved forvaltningsregistrering av obligasjoner.

Utvalget drøfter særlig om det bør gjelde et unntak fra opplysningsplikten der forvalter er et utenlandsk verdipapirregister. Departementet viser til at en ubetinget opplysningsplikt vil være av stor betydning for offentlige myndigheters kontrollvirksomhet. Videre vises til at utvalget ikke har funnet konkrete holdepunkter for at en ubetinget opplysningsplikt vil utgjøre noen avgjørende hindring for samarbeid mellom verdipapirregistre i andre europeiske land. I likhet med utvalget vil derfor ikke departementet foreslå unntak fra opplysningsplikten der forvalter er et utenlandsk verdipapirregister.

Forvalters plikter må etter departementets syn håndheves gjennom effektive *sanksjoner*. I likhet med utvalget anser departementet at gjeldende regler ikke i tilstrekkelig grad legger til rette for en effektiv håndhevelse av forvalterens forpliktelser. Det foreslås derfor en innskjerpelse av sanksjonsreglene som gjelder i forhold til forvalter. Ved overtredelse av sine plikter, herunder opplysningsplikten, vil forvalter for det første kunne miste sin rett til å opptre som forvalter i det aktuelle verdipapirregisteret. Departementet vil i forskrift kunne gi nærmere regler om tilbakekall av forvalters tillatelse. Utvalget drøfter særskilt om det bør åpnes for tvangssalg av aksjer når forvalter ikke oppfyller sine forpliktelser, eller om det i stedet bør åpnes for å sperre forvalters konto. Etter en helhetsvurdering finner utvalget at sperring av konti er et mer effektivt sanksjonsmiddel enn tvangssalg. Departementet slutter seg til forslaget om at Kredittilsynet bør gis hjemmel til å sperre konti som tilhører forvaltere uten godkjenning eller forvaltere som har mistet retten til å være forvalter. Tilsvarende bør konti kunne sperres dersom forvalter ikke oppfyller sin opplysningsplikt, uavhengig av om godkjenningen er trukket tilbake eller ikke. I likhet med utvalget anser departementet at sperring generelt vil være et mer hensiktsmessig sanksjonsmiddel enn tvangssalg. Det vises til utvalgets begrunnelse som departementet i hovedsak slutter seg til. Etter departementets syn bør imidlertid myndighetene ha mulighet til å innføre regler om tvangssalg, i den grad dette skulle vise seg å være hensiktsmessig. Det foreslås derfor at departementet skal kunne gi forskrift om tvangssalg av finansielle instrumenter i de tilfeller forvalter ikke oppfyller sine forpliktelser.

Etter ligningsloven § 10-6 kan ligningsmyndighetene pålegge den som ikke oppfyller sine plikter etter bl.a. ligningsloven §§ 6-5 og 6-15 å oppfylle sin plikt under en daglig løpende tvangsmulkt. Det er etter departementets syn viktig å legge til rette for at tilsvarende sanksjonsmuligheter foreligger overfor forvaltere, både norske og utenlandske, dersom de ikke oppfyller sine plikter overfor ligningsmyndighetene.

Skattedirektoratet reiser spørsmål ved om forvalter bør gjøres økonomisk ansvarlig dersom det trekkes for lav kildeskatt p.g.a. feil opplysninger om reell eier. Det vises særlig til at forvalterkjeden kan bestå i flere ledd. Departementet er enig i at forvalterregistrering i flere ledd reiser særlige spørsmål om forvalterens plikt til å ha tilgang til opplysninger om reell eier. Dette er imidlertid spørsmål som vil kunne reguleres nærmere i forskrift om forvalterens plikter, jf. ovenfor. Videre vil forvalter kunne pådra seg straffe- og/eller erstatningsansvar etter alminnelige regler om medvirkning til f.eks. skatteunndragelse. Departementet ser derfor ikke behov for en slik særskilt erstatningsplikt for

forvalter ved siden av de alminnelige reglene om tilbakekallelse av tillatelse, sperring av konti og forskriftshjemmel om tvangssalg.

10 Innføring og registrering i et verdipapirregister

10.1 Gjeldende rett

Innledningsvis er det behov for en begrepsavklaring. I det følgende vil begrepet «innføring» benyttes om den initiale innføringen i et register av en gruppe finansielle instrumenter. Slik innføring (eller «utstedelse»/»opptak til registrering» som utvalget kaller det) må skilles fra den påfølgende registrering av rettigheter i tilknytning til det enkelte finansielle instrument. Etter departementets vurdering er det hensiktsmessig å foreta en slik sontring mellom de to situasjonene, bl.a. fordi det er ulike regler om hvem som har personell kompetanse til å beslutte hhv. innføring og registrering. Sontringen er innarbeidet i lovteksten.

Etter gjeldende rett er det gitt detaljerte regler om innføring og registrering i verdipapirsentralloven kapittel 4 og forskrift 22. mai 1986 nr. 1157 om registrering i Verdipapirsentralen (registreringsforskriften). Dessuten er flere sider av registreringsvirksomheten regulert i VPS' tilknytningsavtale for verdipapirforetak og kontoførere.

Når det gjelder *innføring i registret*, er det etter gjeldende rett ingen eksplisitte lovregler om hvem som har ansvaret for å beslutte at de aktuelle finansielle instrumentene skal innføres i et verdipapirregister. Utvalget legger til grunn at ansvaret påhviler utsteder, og viser i den forbindelse bl.a. til vpsl. § 4-8. Etter gjeldende rett har VPS et rettslig monopol, og det har ikke vært reist spørsmål i praksis ved om VPS dermed har kontraheringsplikt overfor utsteder ut over det som følger av alminnelige rettsgrunnsetninger. For øvrig er det gitt nærmere regler om innføring i vpsl. § 4-8 og i registreringsforskriften. For aksjeselskap er det gitt detaljerte regler om registrering og sletting i VPS i asl. § 4-11.

Når det gjelder *registerets innhold*, bygger gjeldende rett på et skille mellom investorkonto og utstederkonto. På en investorkonto skal investors beholdning av registrerte instrumenter fremgå. Det følger av vpsl. § 4-1 at investorer kan ha konto hos en eller flere kontoførere. Det er gitt nærmere regler om hvilke opplysninger som skal registreres på investorkonti i vpsl. § 4-1 til § 4-4 og i registreringsforskriften. Utsteder av registrerte instrumenter må opprette en utstederkonto, hvor det totale antall instrumenter av vedkommende utsteder skal fremgå, jf. vpsl. § 4-8. Utstederkontoen sikrer bl.a. samsvar mellom antall utstedte og antall registrerte instrumenter. Videre gir utstederkontoen informasjon om viktige selskapshendelser, slik som fusjoner, emisjoner og utbytteutbetalinger.

De nærmere reglene om *registreringsvirksomheten* regulerer en rekke forhold. For det første inneholder gjeldende lov en plikt til å benytte kontoførere. Dette er foretak som på vegne av investorer eller utstedere av fondsaktiver føreronti i VPS. Det er gitt nærmere regler om hvem som kan være kontofører i vpsl. § 3-1 annet ledd. All kontakt mellom den enkelte investor og VPS skal skje gjennom en kontofører, med mindre annet følger av lov, forskrift

eller VPS' vedtekter. Det er adgang til å gi andre kontoførere eller verdipapirforetak fullmakt til å registrere transaksjoner på den aktuelle konto, jf. vpsl. § 4-3. Videre vil store investorer kunne innhente opplysninger om egne konto direkte fra VPS, og enkelte offentlige myndigheter (skifteretten, namsmyndighetene og vergemålsretten) vil kunne foreta nærmere angitte registreringer direkte inn på den aktuelle konto, jf. vpsl. § 3-5 og § 3-6. Det vises for øvrig til utvalgets fremstilling av kontoførernes oppgaver (hhv. kontofører investor og kontofører utsteder) etter gjeldende rett i NOU 2000: 10 s. 102-103. Det vises også til utvalgets fremstilling av svensk og dansk rett i NOU 2000: 10 s. 103-104.

Når det gjelder reglene om hvem som kan foreta en registrering, følger det av vpsl. § 4-2 at dette i utgangspunktet er den som etter registeret framstår som berettiget, eller som godtgjør at rettigheten er gått over til seg ved rettighetshavers død. Det er gitt særlige regler om registrering av pant og andre begrensede rettigheter i vpsl. § 4-2. Begjæring om registrering kan for øvrig skje ved fullmektig. Videre følger av vpsl. § 4-3 at det kan registreres fullmakter som gir verdipapirforetak og kontoførere en viss rett til å disponere over finansielle instrumenter på en konto de ikke selv fører.

Et annet spørsmål er om VPS har kontraheringsplikt overfor investor. Det er etter gjeldende rett kontofører som er bindeleddet mellom registeret og investor, og det har således ikke vært behov for regler om en slik plikt. Det skal imidlertid bemerkes at kontofører etter gjeldende rett ikke kan nekte å åpne en konto for en investor for registrering av finansielle instrumenter dersom vedkommende kontofører fører utstederkontoen for de aktuelle instrumentene, jf. vpsl. § 3-1 fjerde ledd.

Det er gitt nærmere regler om nektelse av registrering i vpsl. § 4-5. Dersom grunnlaget for et krav om registrering er utilstrekkelig, skal registreringen nektes av kontofører. Grunnen til nektelsen skal opplyses til den som fremsatte 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 brakt inn for Verdipapirsentralens klagenemnd. Kongen kan gi nærmere forskrifter om nektelse av registrering.

Utvalget legger for øvrig til grunn at det ikke er gitt regler om VPS' adgang til å rette uriktige opplysninger, men det antas at forarbeidene og reelle hensyn taler for at kontofører etter eget initiativ kan rette uriktige opplysninger. Det finnes heller ingen lovregler om VPS' rett til å slette opplysninger fra registeret. I praksis er det imidlertid vanlig at VPS sletter finansielle instrumenter som ikke lenger skal bestå.

Det er gitt nærmere regler om informasjon til rettighetshaverne i vpsl. §§ 4-6 og 4-7. Det følger av vpsl. § 4-6 at 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. Videre følger av vpsl. § 4-7 at 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. Kontohaver kan i enkelttilfeller kreve oversikt som viser registrerte transaksjoner. Det er gitt nærmere regler om endringsmeldinger og beholdningsoversikter i registreringsforskriften.

Utvalget gjør nærmere rede for gjeldende rett mht fremgangsmåten ved registrering i NOU 2000: 10. Utvalget gjør også nærmere rede for dansk og svensk rett.

10.2 Generell tilnærming

Utvalgets forslag

Utvalget foreslår at verdipapirregistre i større grad enn i dag bør kunne fastsette de nærmere regler om registreringsvirksomheten, og at loven kun bør angi de mest grunnleggende regler. Det foreslås imidlertid at registerets regler skal godkjennes av Kredittilsynet, jf. lovutkastet § 1-2.

Utvalget begrunner sin generelle tilnærming ut fra hensynet til konkurransen i markedet for registertjenester, og uttaler bl.a. (NOU 2000: 10 s. 108):

«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 framgangsmåten 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.»

Utvalgets forslag er nærmere omtalt i NOU 2000: 10 s. 108.

Høringsinstansenes merknader

Verdipapirsentralen (VPS) støtter utvalgets synspunkt om at verdipapirregistrene i størst mulig grad bør kunne bestemme innretningen av registrene og fremgangsmåten ved registrering, og at bare de mest grunnleggende reglene bør lovfestes. VPS uttaler videre:

«Dette vil gi registrene størst mulighet og incitament til å benytte de løsninger som til enhver tid er mest praktiske og kostnadseffektive for aktørene i det norske verdipapirmarkedet. Dessuten vil det etter vår mening være et viktig bidrag til å gjøre de norske verdipapirregistrene konkurransedyktige også i den internasjonale konkurransen. Verdipa-

pirregistrene vil dessuten være nærmest til å se hvilke regler som er nødvendige og praktikable. Kravet om at reglene fastsatt av registrene skal godkjennes av Kredittilsynet vil etter vår mening være tilstrekkelig til å sikre myndighetenes kontroll med at de relevante hensynene tas i betraktning ved utformingen av reglene».

Ingen andre høringsinstanser har hatt merknader til utvalgets forslag på dette punktet.

Departementets vurdering

Departementet kan i det vesentlige slutte seg til utvalgets generelle utgangspunkt. Den nærmere utforming av regelverket for innføring og registrering vil i stor grad avhenge av tekniske løsninger og de til enhver tid gjeldende strukturer i markedet. Dette er forhold som vil være i kontinuerlig utvikling, bl.a. som følge av økt konkurranse i markedet for registertjenester. Det er derfor viktig å legge til rette for fleksible løsninger. Etter departementets syn bør derfor registeret i stor grad kunne fastsette de nærmere regler for hvordan innføring og registrering bør skje.

Det vil imidlertid foreligge en offentlig interesse i at registeret fungerer hensiktsmessig. Dette hensynet vil etter departementets syn ivaretas ved at Kredittilsynet etter forslaget skal godkjenne registerets regelverk, og ved at Kredittilsynet i den forbindelse vil kunne sette vilkår om regelverkets innhold.

Enkelte forhold bør imidlertid fortsatt nedfelles direkte i lov eller forskrift. Dette vil drøftes nærmere nedenfor under de enkelte endringsforslag.

I det følgende vil departementet drøfte enkelte problemstillinger i relasjon til innføring av finansielle instrumenter i et verdipapirregister (se innledningsvis om dette begrepet). Deretter vil de nærmere reglene om registerets innhold og reglene for registreringsvirksomheten (herunder om kontoførerrollen) bli vurdert.

10.3 Innføring av finansielle instrumenter

10.3.1 Beslutning om innføring av et finansielt instrument gjennom et verdipapirregister

Utvalgets forslag

Utvalget mener det bør være utsteder som beslutter om det aktuelle instrumentet skal registeres, og at utsteder pålegges ansvaret for å sørge for registrering i de tilfeller det gjelder registreringsplikt, jf. lovutkastet § 2-2 første ledd. Utsteder vil videre beslutte hvilket register instrumentet i tilfelle skal registreres i.

Når det gjelder hvem som skal regnes som utsteder, uttaler utvalget (NOU 2000: 10 s. 111):

«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 verdipapir-

register. Utvalget antar at dette for derivaters del vil være en børs eller en oppgjørssentral, ev. den forpliktete etter derivatkontrakten.»

Utvalget legger til grunn at et finansielt instrument bare skal kunne innføres («utstedes») i ett verdipapirregister. Utvalget uttaler i den sammenheng (NOU 2000: 10 s. 111):

«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 ISIN²⁾. Utsteder kan utstede en annen serie finansielle instrumenter via et annet register. Aksjer, tegningsrettigheter etc. i aksjeselskap/allmennaksjeselskap bør etter utvalgets syn 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.»

Utvalgets forslag er nærmere omtalt i NOU 2000: 10 s. 111 og s. 170-171.

Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet viser til at utvalget ikke har identifisert en utsteder for alle typer finansielle instrumenter. Kredittilsynet mener det kan reises tvil om hva som vil være rett prosedyre for slike instrumenter, og det foreslås derfor at registeret skal fastsette nærmere regler om hvem som kan beslutte utstedelse (innføring) av andre finansielle instrumenter.

Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at utsteder skal treffe beslutningen om de aktuelle instrumentene skal innføres i et norsk verdipapirregister, og eventuelt beslutningen om hvilket register som skal benyttes. I enkelte tilfeller vil det være tvil om hvem som skal anses som utsteder, bl.a. i relasjon til derivater. I likhet med Kredittilsynet, foreslår departementet at registeret bør fastsette regler om hvem som skal anses som utsteder i relasjon til beslutning om innføring i et verdipapirregister. I relasjon til enkelte instrumenter (som aksjer og obligasjoner), vil registerets regler måtte ta hensyn til særlovene for slike instrumenter ved utpekelsen av utsteder.

For ordens skyld vil departementet presisere at utstедers valgfrihet vil kunne være vesentlig begrenset, og i enkelte tilfelle vil det foreligge en plikt til å beslutte at innføring i et norsk register skal skje. Det vises i den forbindelse til omtalen i avsnitt 8.3 om registreringsplikt. En annen begrensning i valgfriheten vil følge av reglene som begrenser adgangen til å innføre instrumenter i ett register når instrumentet allerede er registrert i et annet register, eller når instrumentet allerede er utstedt i form av et dokument. Disse reglene er nærmere omtalt i avsnitt 8.2.

²⁾ ISIN: International Securities Identification Number

10.3.2 Registerets kontraheringsplikt overfor utsteder

Utvalgets forslag

Utvalget drøfter hvorvidt verdipapirregistre skal ha plikt til å registrere alle typer finansielle instrumenter, jf. lovutkastet § 2-2 annet ledd. Utvalget peker på at en plikt for registeret til å foreta registreringer kan medføre fordeler og ulemper, og uttaler:

«En slik plikt vil kunne hindre en spesialisering blant verdipapirregistre. 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, for eksempel 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 verdipapirregistre vil være konkurranseutsatte. Konkurransen vil finne sted innad i Norge, dersom det skulle bli etablert konkurrerende verdipapirregistre til VPS. I og med atplikten 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 verdipapirregistre 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 det 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.»

Etter en samlet vurdering kommer utvalget til at et verdipapirregister bør ha anledning til å fastsette begrensninger mht hvilke instrumenter det ønsker å registrere, jf. lovutkastet § 2-2 annet ledd. Det kreves imidlertid at slike begrensninger inntas i registerets vedtekter.

Et annet spørsmål utvalget drøfter er om et verdipapirregister kan avslå å foreta en registrering av et finansielt instrument som det ikke er avgrenset mot i vedtektene. Utvalget uttaler i den forbindelse (NOU 2000: 10 s. 114-115):

«Utgangspunktet etter norsk rett er kontraktsfrihet, herunder frihet til å nekte å inngå kontrakter. En naturlig konsekvens av at verdipapirregistre 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 monopolet 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 utvalgets 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.»

Utvalget foreslår således at det bør være en kontraheringsplikt for registeret, med mindre det foreligger en saklig grunn for nektelse, jf. lovutkastet § 2-2 annet ledd. Når det gjelder hva som utgjør en saklig grunn, uttaler utvalget (NOU 2000: 10 s. 115):

«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 for eksempel gjelde uthenting av eieroversikter og gjennomføringen av selskapshendelser.»

Utvalget presiserer at uvanlig tyngende forretningsvilkår fra registerets side vil kunne anses sin en nektelse i strid med kontraheringsplikten.

Høringsinstansenes merknader

Justisdepartementet støtter utvalgets forslag om at registeret bør ha begrenset adgang til å nekte registrering. Det bes imidlertid om en vurdering av om

bestemmelsen bør suppleres med en regel om at verdipapirregisteret ikke uten saklig grunn kan forskjellsbehandle utstedere ved fastsettelsen av pris for tjenestene eller andre avtalevilkår.

Finansnæringens Hovedorganisasjon (FNH) støtter utvalgets forslag om at registeret normalt bør ha en kontraheringsplikt i forhold til utsteder, i den grad registeret registrerer den aktuelle instrumenttypen. Det antas imidlertid at registeret vil kunne nekte registrering dersom det er åpenbart at utsteder ikke vil kunne dekke de utgifter som slik registrering medfører. FNH viser for øvrig til at registreringsplikt for enkelte instrumenter må korrespondere med en tilsvarende plikt for et register til å foreta registreringer i instrumentet. Det foreslås at et register som har startet med registrering i et registreringspliktig instrument, ikke kan opphøre med slik registrering med mindre registreringen av instrumentet kan overføres til et annet register. *Norges Fondsmeglerforbund* gir uttrykk for tilsvarende synspunkter.

Kredittilsynet støtter utvalgets forslag om at kontraheringsplikten i ekstraordinære situasjoner skal kunne begrenses i registerets vedtekter. Det legges til grunn at vedtektene skal godkjennes av Kredittilsynet, slik at offentlige hensyn vil kunne ivaretas.

Verdipapirsentralen (VPS) støtter også utvalgets forslag.

Departementets vurdering

Departementet foreslår i likhet med utvalget at registeret bør kunne begrense sitt virksomhetsområde i vedtektene. Dersom det opprettes registre for spesielle typer finansielle instrumenter (som f.eks. ulike typer varederivater), bør ikke slike registre ha plikt til å registrere alle typer finansielle instrumenter. Videre kan det ikke utelukkes at de mer generelle registrene vil kunne ønske å nekte registrering av spesielle typer finansielle instrumenter. Det vises til utvalgets vurdering, som departementet i det vesentligste slutter seg til. Utvalget foreslår at departementet skal godkjenne registerets vedtekter. Departementet tar sikte på å følge opp dette forslaget. Ved vurderingen av om godkjenning skal gis, vil departementet kunne vurdere om eventuelle begrensninger i registerets virksomhetsområde fremstår som nødvendige og saklige. Det legges også til grunn at departementet vil kunne stille vilkår for en slik godkjenning. Når det gjelder forholdet til registreringspliktige instrumenter, kan ikke departementet se at det er nødvendig med en særskilt lovbestemmelse som sørger for en registreringsmulighet for slike. Departementet vil kunne nekte å godkjenne en vedtektsendring som innebærer at registreringspliktige instrumenter ikke lenger skal kunne registreres.

I den grad registeret ikke har inntatt virksomhetsbegrensninger i sine vedtekter, bør registeret etter departementets vurdering i utgangspunktet ha en kontraheringsplikt. Denneplikten bør imidlertid ikke være absolutt, og i likhet med utvalget foreslår departementet at registeret bør kunne nekte innføring dersom det foreligger saklig grunn. Når det gjelder hva som vil være saklig grunn, vises det til utvalgets drøftelse som departementet i det vesentligste slutter seg til.

Når det gjelder Justisdepartementets høringsuttalelse om usaklig forskjellsbehandling ved fastsettelse av pris mv., vises til omtalen i avsnitt 10.5.8 hvor det foreslås en generell hjemmel for departementet til å fastsette nær-

mere regler om det vederlagte verdipapirregisteret skal kunne kreve for sine tjenester.

10.3.3 Nærmere regler om innføring i et register

Utvalgets forslag

Utvalget legger til grunn at verdipapirregisteret selv bør kunne utforme hensiktsmessige regler om innføring («utstedelse») av finansielle instrumenter i et register. Det foreslås å lovfeste at verdipapirregisteret skal sikre eksisterende eiere og eventuelle rettighetshavere mot å «lide rettstap» ved konvertering av de finansielle instrumentene inn i et verdipapirregister, herunder ved flytting av instrumentene fra et register til et annet, jf. lovutkastet § 2-3. Det uttales i den sammenheng (NOU 2000: 10 s. 113):

«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. § 4-11.³⁾ Framgangsmåten i denne bestemmelsen må derfor følges ved konverteringen av aksjeselskaper.»

Dersom et finansielt instrument ikke lenger skal være registrert i verdipapirregisteret, forutsetter utvalget at registret samarbeider lojalt med utsteder. Utvalget uttaler bl.a. (NOU 2000: 10 s. 113):

«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.»

Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet finner det noe uklart hva som ligger i verdipapirregisterets plikt til å «samarbeide lojalt med utsteder» i de tilfeller instrumentet ikke lenger skal være registrert i registeret. Det vises imidlertid til at de nærmere reglene om konvertering skal godkjennes av Kredittilsynet, som antas å kunne gi nærmere føringer for samarbeidsplikten.

³⁾ Aksjeloven § 4-11 inneholder regler om overgang fra aksjeeierbok til aksjeeierregistrering i Verdipapirsentralen og omvendt.

Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at registeret bør fastsette nærmere regler om innføring i og slettelse fra registeret. Etter departementets vurdering er det imidlertid ikke nødvendig med en lovregel om at reglene skal sikre mot rettighetstap, siden slike regler uansett skal godkjennes av Kredittilsynet, jf. utkastet § 1-2. Det vises for øvrig til utvalgets vurderinger, som departementet i det vesentligste slutter seg til.

10.4 Registerets innhold

Utvalgets forslag

Utvalget foreslår å regulere hvilke opplysninger som skal fremgå av registeret, uten at det som i dag skilles mellom investorkonti og utstederkonti, jf. lovutkastet § 8-1 og § 8-2.

Utvalget foreslår ikke å videreføre begrepet «utstederkonto». Det understrekes imidlertid at registeret fortsatt må ha oversikt over visse faste opplysninger om de enkelte instrumentene som er innført i registeret. Det uttales i den sammenheng (NOU 2000: 10 s. 110):

«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.»

Etter lovutkastet skal registeret inneholde opplysninger om mengde og innhold av de ulike registrerte instrumentene. Registeret skal selv fastsette nærmere krav til opplysninger som skal være registrert om de enkelte typer finansielle instrumenter, jf. lovutkastet § 8-2.

Utvalget foreslår nærmere regler om hvilke opplysninger som skal fremgå av registeret om den enkelte investor mv. i lovutkastet § 8-1 første ledd nr. 2 til 8. Utvalget gir en nærmere beskrivelse av innholdet i de foreslåtte bestemmelsene (NOU 2000: 10 s. 177):

«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 aksjeeierregistre-

ne i allmennaksjeselskaper. Etter nr. 3 og 4 skal registeret kunne gi opplysninger om beholdninger av finansielle instrumenter systematisert etter hhv. innehavere og konti. Nr. 5 gjelder opplysninger om pantrettigheter 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 samlekonto 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.»

Utvalgets forslag er nærmere omtalt i NOU 2000: 10 s. 108-110 og s. 177.

Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynet støtter utvalgets forslag til regulering av hvilke opplysninger som skal fremgå av registeret. Kredittilsynet foreslår imidlertid at registeret pålegges en *plikt* til å fastsette nærmere regler om hvilke opplysninger som skal være registrert om de enkelte typer finansielle instrumenter, jf. utkastet § 8-2.

Statistisk sentralbyrå (SSB) mener at skatte-, tilsyns- og statistikkorganer bør forespørres om hvilke opplysninger som bør fremgå av registeret. *Verdipapirsentralen* (VPS) mener utvalgets forslag er noe vanskelig tilgjengelig, og foreslår at utkastet forenkles. VPS uttaler videre:

«Etter vår mening bør det for oversiktens skyld lov- eller forskriftsfestes visse minimumskrav til hvilke opplysninger registrert må registrere om investorer og rettighetshavere, slik som navn, adresse og fødselsnummer. Det bør således ikke bare gis en nærmere regulering av hvilke opplysninger som skal registreres om kontoforholdet og rettighetsforholdet, slik det later til å være tilfelle etter utvalgets forslag. På samme måte bør de mest fundamentale krav til hvilke opplysninger skal registreres om det enkelte ISIN lov- eller forskriftsfestes. Registrerte bør, dersom dette skulle vise seg nødvendig, kunne fastsette i sine regler at også andre opplysninger skal registreres. Dessuten må registreringene kunne registrere andre typer opplysninger etter avtale med utsteder eller investor, som f.eks. e-postadresser eller telefonnumre.

Regler om hvilke opplysninger som skal registreres om hvert enkelt ISIN bør etter vår mening tas inn i en egen bestemmelse, f.eks. § 8-2, framfor at de spres på §§ 8-1 og 8-2.»

Ingen andre høringsinstanser har hatt merknader til utvalgets forslag.

Departementets vurdering

Etter departementets syn bør ikke lovgivningen legge spesielle føringer på hvordan informasjonen i registeret organiseres, f.eks. ved å kreve opprettelse av utsteder- og investorkonti. Det sentrale offentlige hensyn er å sørge for at registeret inneholder nødvendig informasjon, og at denne informasjonen gjøres tilgjengelig og sammenstilles på en hensiktsmessig måte.

Departementet slutter seg i hovedsak til innholdet i reglene som er foreslått av utvalget. Etter departementets syn er imidlertid utvalgets utkast til lovbestemmelser noe vanskelig tilgjengelig. En lovregel om registerets innhold bør etter departementets vurdering inneholde tre elementer. For det første bør det kreves nærmere angitte opplysninger om de finansielle instrumen-

tene. For det andre bør det kreves nærmere angitte opplysninger om innehaverne av rettigheter til de finansielle instrumentene. Skillet mellom opplysninger om instrumentene og om rettighetshaverne er relevant bl.a. i relasjon til allmennhetens innsynsrett, jf. utkastet § 10-2 sjette ledd. For det tredje bør departementet kunne gi nærmere regler om hva slags informasjon som skal fremgå av registeret, og hvordan denne informasjonen skal sammenstilles. Det anses nødvendig med en forskriftshjemmel om dette, siden det er vesentlige offentlige interesser forbundet med utformingen av de nærmere krav til informasjon som må foreligge i registeret. Videre antas en forskriftshjemmel å ivareta behovet for fleksibilitet mht fremtidige tekniske løsninger for hvordan informasjon skal gjøres tilgjengelig og sammenstilles. Det foreslås en lovregel i tråd med det ovennevnte, se lovforslaget § 6-8.

10.5 Registreringsvirksomheten

10.5.1 Kontoførerrollen

Utvalgets forslag

Utvalgets flertall mener det ikke lenger er nødvendig at lovgivningen legger bindinger på organiseringen av verdipapirregistrenes virksomhet, jf. lovutkastet § 7-5. Det foreslås at registeret selv fastsetter regler om virksomheten, og at disse reglene skal godkjennes av Kredittilsynet, jf. utkastet § 1-2. Flertallet mener bl.a. at den teknologiske utviklingen reduserer vekten av de hensyn som gjorde seg gjeldende ved vedtakelsen av gjeldende vps-lov. Flertallet uttaler videre (NOU 2000: 10 s. 105):

«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 selskapshendelser 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. Registerne 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.»

Flertallet legger for øvrig til grunn at Finansdepartementet vurderer om verdipapirregistre bør underlegges reglene om tiltak mot hvitvasking av penger, jf. finansieringsvirksomhetsloven § 2-17.

Et mindretall i utvalget (Økland) mener gjeldende ordning med kontoførere fortsatt bør være lovfestet, særlig fordi det antas at VPS vil kunne misbruke sin dominerende stilling som verdipapirregister i markedet for kontoføring. Mindretallet uttaler bl.a.:

«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 overfører 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 objektive 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 krysssubsidierting 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 krysssubsidierting mellom monopol- og konkurranseområdet. Som et minimum mener dette mindretallet at et verdipapirregister ikke bør kunne drive registreringsvirksomheten og kontoførerfunksjonen i samme selskap.»

Et annet mindretall (L'Abbée Lund) synes å støtte flertallets forslag om at virksomhetsorganiseringen ikke lovfestes, men dette medlemmet understreker betydningen av at konsesjonsmyndighetene legger rette for effektiv konkurranse slik at verdipapirregisteret ikke vil kunne misbruke eventuell markeds-makt.

Et tredje mindretall (Krokeide) tiltrer de to andre mindretall, uten at det presiseres om det foretrekkes lovregulering eller ikke.

Flertallets og mindretallets vurderinger er nærmere omtalt i NOU 2000: 10 s. 104-107.

Høringsinstansenes merknader

Verdipapirsentralen (VPS) slutter seg til flertallets vurdering av at loven ikke bør legge begrensninger på hvordan registeret organiserer sin virksomhet, og uttaler:

«Vårt standpunkt er først og fremst begrunnet i at denne løsningen vil gi verdipapirregistrene mulighet til å utnytte de måter å få gjennomført registreringer på som til enhver tid er mest hensiktsmessige. Det at dette blir en konkurransefaktor både i forhold til andre norske registre og utenlandske registre, vil bidra til å skape de mest optimale løsningene og således være til gode for det norske verdipapirmarkedet. Konkurransen medfører at registrene har et incitament til å sikre at registreningsvirksomheten fortløpende innrettes slik det er best mulig for dets kunder. Hvilke registreringsprinsipper som det vil være mest nærliggende å benytte, avhenger bl.a. av hvilke teknologiske muligheter som foreligger på det aktuelle tidspunkt, og det vil også være naturlig å se hen til den internasjonale utviklingen på området. Vi nevner her at svenske registre kan velge om de ønsker å benytte en ordning med kontoførere eller ikke.

For ordens skyld nevner vi at mindretallets synspunkt om at en videreføring av kontoførerinstituttet er nødvendig for å sikre investor at vedkommende kan forholde seg til en institusjon for alle sine finansielle instrumenter i en situasjon der det er flere norske verdipapirregistre, ikke vil slå til dersom det etableres linker mellom verdipapirregistrene, jf. våre kommentarer til kap. 9 om enerett. Ved etableringen av slike vil også de konkurransemessige aspekter som fremheves av mindretallet som en begrunnelse for en videreføring av kontoførerinstituttet miste en del av sin betydning, ettersom investor vil kunne velge mellom verdipapirregistrene uavhengig av i hvilket register de finansielle instrumenter er utstedt.

VPS nevner at det for vår del vil være naturlig å benytte kontoførere også i framtiden. Dette er begrunnet i at vi har en betydelig kontohavermasse med en stor grad av geografiske spredning og ulike teknologiske forutsetninger, og ikke minst i at vi har gode erfaringer med kontoførerordningen. Vi antar at dette vil være tilfelle for alle registre av noen størrelse. For andre registre kan imidlertid andre løsninger være mer effektive.»

Norges Bank gir uttrykk for lignende synspunkter, og uttaler:

«Norges Bank støtter i utgangspunktet utvalgets flertall i at verdipapirregistre selv bør bestemme hvordan registervirksomheten skal organiseres. Loven bør i større grad enn i dag være en rammelov. Valgmuligheter er viktig for raskt å kunne tilpasse seg endrede rammebetingelser med sikte på økt kostnadseffektivitet. Det er nødvendig

for virksomheter som sannsynligvis vil møte økt internasjonal konkurranse. Økt konkurranse er også et insitament til å utvikle bedre tjenester. Et registers beslutning om selv å overta kontoførerrollen kan som påpekt av mindretallet innebære et dårligere tilbud av denne type tjenester for investorer og utstedere. Dette vil i særlig grad kunne gjøre seg gjeldene om ett register får en dominerende rolle. I betingelsene for konsesjon bør det derfor tas hensyn til konkurranseforholdene slik at man i størst mulig grad sikrer et tilbud av tjenester som er vel så godt som i dag».

Fondsmeglerforbudet slutter seg også til flertallets vurdering, og uttaler:

«Forbundet er enig med utvalget i at verdipapirregistre i størst mulig grad bør kunne innrette registervirksomheten slik de finner det mest tjenlig og at de i denne sammenheng selv må kunne vurdere hvorvidt man vil benytte kontoførere eller ikke. Den teknologiske utviklingen vil nå kunne gjøre det mulig for så vel investorer og utstedere å operere direkte mot VPS - på samme måte som en bankkunde kan foreta direkte disposisjoner på sine pengekonti via internettbaserte løsninger. Vi kan ikke se at det foreligger noen grunn til - fra lovgivers side - å behandle verdipapirkonti annerledes enn pengekonti i bank. Når det gjelder utstederselskapene tør det være rimelig åpenbart at de selv bør kunne føre sine registre direkte i f.eks. VPS, dersom institusjonen selv ikke ønsker en annen løsning. Det kan meget vel være slik at en rekke selskaper og investorer vil la seg representere av banker eller andre kontoførere. Forbundet er derfor av den oppfatning at lovgivning må være åpen for at kunder kan operere mot verdipapirregistre via en fullmektig, se kommentarene nedenfor til § 7-1. Vi tror en avvikling av eneretten for kontoførere ikke svekker sikkerheten knyttet til registre og de registrerte selskaper og investorer. Samtidig er vi av den oppfatning at man vil kunne få en konkurranse på tjenestekvalitet, herunder verdiøkende tjenester.»

Sparebankforeningen legger til grunn at gjeldende ordning basert på sentralt register og desentral registrering har fungert så godt at ordningen vil videreføres i fremtiden. Sparebankforeningen mener imidlertid at det ikke bør lovfestes en plikt til å benytte denne modellen, og uttaler:

«Det avgjørende hensyn må være at verdipapirregistre kan drives på den mest rasjonelle og sikre måten til enhver tid. Skulle et register mot vår formodning mene at en helsentralisert modell er like sikker og mer resjonell, er det uheldig om lovgivningen hindrer registeret i å velge denne.

Sparebankforeningen er enig med utvalgets mindretall L»Abèe-Lund om at VPS likevel ikke bør tillates å velge en helsentralisert modell så lenge VPS er i faktisk monopolsituasjon. I en slik situasjon vil en omstrukturerings ikke nødvendigvis være motivert ut fra hva som er mest bedriftsøkonomisk lønnsom utvidelse av virksomheten.

Et enstemmig utvalg foreslår å oppheve det subsidiære ansvar for VPS' forpliktelser som kontoførerne har i dag. Sparebankforeningen slutter seg til dette. Et slikt sikkerhetsnett kan ha vært nødvendig da VPS ble etablert, men i dag foreligger det ingen grunn til å la kontoførerne bære denne risikoen.»

Norsk Oppgjørssentral(NOS), Oslo Børs, Verdipapirfondenes Forening støtter også flertallets vurdering av at loven ikke bør regulere organiseringen av registervirksomheten.

Finansnæringens Hovedorganisasjon (FNH) slutter seg til mindretallets forslag om at det bør lovfestes et system basert på eksterne kontoførere. FNH legger imidlertid til grunn at verdipapirregisteret selv vil kunne tilby kontoførertjenester, og uttaler:

«At et register skal benytte eksterne registerførere bør likevel ikke være til hinder for at registeret også kan velge å tilby tjenester direkte til investorer og utstedere som ønsker slik tilknytning. Et verdipapirregister bør derfor også selv kunne utøve virksomhet som registerfører direkte overfor investorer og utstedere (direkte registreringsvirksomhet).

Et register som velger å utføre direkte registreringsvirksomhet vil gjøre dette i konkurranse med øvrige eksterne registerførere. På basis av at VPS i praksis trolig vil inneha en monopolposisjon, også etter at ny vprl er trådt i kraft, bør det nedfelles rammer for organiseringen av registerets direkte registreringsvirksomhet som forhindrer uheldig krysssubsidiering mellom monopoldelen og den konkurranseutsatte virksomheten knyttet til direkte registreringsvirksomhet. FNH slutter seg til forslaget fra utvalgets mindretall (Økland) om at et verdipapirregister ikke kan drive registreringsvirksomheten (rettsvernregistreringen) og direkte registreringsvirksomhet (kontoførerfunksjonen) i samme selskap.»

Kredittilsynet knytter noen generelle merknader til flertallets forslag om at registerets regler skal godkjennes av Kredittilsynet, og uttaler:

«Kredittilsynet er generelt av den oppfatning at det vil være i tråd med de hesyn som bør ligge til grunn for utarbeidelsen av regler på dette området at de foretak som er underlagt offentlig regulering i størst mulig grad tar ansvaret for hvordan virksomheten skal innrettes og drives. Dette vil sikre den nødvendige fleksibilitet i forbindelse med skiftende rammebetingelser i verdipapirhandelsektoren. En ordning der foretaket i stor grad må fremlegge denne typen endringer til godkjenning hos offentlig myndighet, kan på den andre side medvirke til at det verdipapirregisters sentrale plassering i verdipapirkjeden og den betydning for verdipapirtransaksjoner enkelte av registerets utfyllende regler kan ha, anser Kredittilsynet at det er naturlig at denne type endringer forelegges tilsynsmyndigheten for godkjenning. Bestemmelsen om at reglene skal godkjennes av Kredittilsynet sikrer at man vil kunne ivareta overordnede hensyn til verdipapirmarkedenes funksjon der det eventuelt vil være motstrid mellom disse og det enkelte verdipapirregisters interesser.»

Departementets vurdering

Gjeldende regler om kontoførerrollen er et resultat av den organisasjonsmodell som ble valgt for registreringsvirksomheten i VPS. En sto den gang overfor tre ulike alternativer: et sentralt register der alle registreringer ble foretatt av registeret selv, et fullstendig desentralt register (bare lokale registre) eller et sentralt register hvor registreringen ble foretatt lokalt av kontoførerne. Det første alternativet (sentralt register) ble ansett som uhensiktsmessig, siden «...meldinger må sendes til registreringsstedet for registrering, og med dagens omsetningsvolum vil det være svært vanskelig å behandle alle slike registreringer på ett sted.», jf. Ot.prp. nr. 83 (1984-85) s. 26. Den andre løsningen (lokale registre) ble ansett som problematisk siden lokale registre ville

svekke oversikten i systemet, noe som igjen ville kunne svekke omsetningen, jf. Ot.prp. nr. 83 (1984-85) s. 26. På denne bakgrunn ble det valgt et system basert på et sentralt register og desentral saksbehandling (tredje alternativ).

Det synes å være enighet i utvalget og blant høringsinstansene om at gjeldende organisering av virksomheten i VPS basert på et sentralt register med desentralisert registrering har fungert hensiktsmessig. Departementet slutter seg til denne vurderingen.

Det sentrale spørsmålet i denne sammenheng er imidlertid om gjeldende ordning fortsatt bør være nedfelt i lov. Lovregulering vil motvirke at registeret velger en annen løsning i fremtiden, selv om utviklingen i verdipapirmarkedet skulle medføre at en slik alternativ løsning er mer hensiktsmessig. Sett på bakgrunn av den raske teknologiske utviklingen og de betydelige endringer som vil kunne inntre i den finansielle infrastruktur, er det vanskelig å utelukke at alternative løsninger for organiseringen av registervirksomheten vil kunne bli aktuelle. Etter departementets syn bør det derfor foreligge særlige hensyn av offentligrettslig art for å innskrenke registerets valgfrihet på dette punkt.

Utvalgets mindretall og enkelte høringsinstanser har anført at alternative ordninger vil redusere kvaliteten på registerets tjenester i forhold til investorer. Departementet legger til grunn at kvaliteten på eventuelle alternative systemer er et av de sentrale parametere som vil avgjøre hvorvidt det vil være aktuelt å gjøre endringer i dagens ordning. Departementet kan derfor ikke se at dette hensynet i seg selv skulle tilsi at gjeldende ordning lovfestes. Etter lovforslaget § 6-5 skal verdipapirregisteret fastsette regler om bruk av eksterne registerførere. Slike regler skal godkjennes av Kredittilsynet, jf. lovforslaget § 1-2. Det vil således skje en offentlig kontroll av eventuelle alternative ordninger, som bl.a. vil måtte sikre at organiseringen synes hensiktsmessig og forsvarelig ut fra de offentlige hensyn som gjør seg gjeldende. For så vidt gjelder anførselen om at alternative løsninger vanskeliggjør investors adgang til å holde oversikt over beholdninger i ulike registre, viser departementet til at de ulike registrene etter forslaget vil kunne ivareta dette hensynet ved å opprette forvalterkonti hos hverandre. Det vises for øvrig til VPS' høringsuttalelse på dette punkt.

De konkurranserettslige anførsler mot alternative løsninger synes å være knyttet til muligheten for at registeret selv skal kunne utføre kontoførertjenester. Det er anført at registeret vil kunne misbruke sin markedsrett i markedet for registertjenester for å oppnå særlige fordeler i markedet for kontoførertjenester. Departementet går i kapittel 4 inn for å oppheve det rettslige monopolet for registreringsvirksomhet i Norge. Det vil dermed være muligheter for nye aktører å tre inn på dette markedet dersom en etablert aktør søker å høste monopolfordeler. Dette reduserer faren for at et etablert register vil kunne misbruke sin markedsrett i markedet for registertjenester i markedet for kontoførertjenester. Etter departementets vurdering bør eventuelle konkurranseulemper knyttet til alternative løsninger finne sin løsning i henhold til konkurranselovgivningen, og ikke ved et lovfestet forbud mot at registeret organiserer sin virksomhet på en annen måte enn i dag.

Departementet kan således ikke se at det foreligger offentlige hensyn av en slik art som tilsier at loven skal angi hvordan registervirksomheten skal

organiseres. Departementet vil derfor ikke foreslå å videreføre en lovfestet plikt til å benytte kontoføreren.

Den nærmere utforming av reglene for virksomhetens organisering bør imidlertid være underlagt offentlig kontroll. Departementet slutter seg derfor til flertallets forslag om at Kredittilsynet skal godkjenne de nærmere reglene for virksomheten. I forbindelse med en slik godkjennelse, vil Kredittilsynet kunne sette særskilte vilkår om reglenes utforming. Det antas at en slik adgang til å sette vilkår følger av alminnelige forvaltningsrettslige prinsipper, og at det således er overflødig å lovfeste dette. Reglene vil bl.a. måtte sikre en tilstrekkelig kvalitet på registerets tjenester, og tjenestene må være allment tilgjengelige. Videre må reglene utformes og praktiseres på en objektiv og ikke-diskriminerende måte. Som nevnt ovenfor, vil også konkurransehensyn kunne være relevant i den sammenheng. Departementet antar for eksempel at forsøk på å utforme reglene slik at det skapes et monopol i tilgrensende produktmarkeder ikke vil godkjennes av Kredittilsynet.

Flertallet i utvalget legger til grunn at departementet skal vurdere hvorvidt hvitvaskingsbestemmelsene i finansvl. § 2-17 skal gjøres gjeldende overfor verdipapirregistre. Etter gjeldende regler er ikke VPS underlagt reglene om tiltak mot hvitvasking av penger. Bakgrunnen for dette er at all kontakt mellom den enkelte investor og VPS skjer gjennom en kontofører. Dersom et verdipapirregister eventuelt skulle ha direkte kontakt med investorer er det departementets foreløpige vurdering at hvitvaskingsreglene bør gjelde.

10.5.2 Registreringsberettigede

Utvalgets forslag

Etter utvalgets vurdering bør loven inneholde de nærmere reglene om hvem som er berettiget til å anmelde registreringer og slettinger på konti i registeret, jf. lovutkastet § 7-1. Det antas at slike regler er avgjørende for tilliten til registersystemet og for at registeret skal virke etter sin hensikt.

Utvalget foreslår at den som i følge registeret fremstår som berettiget skal anses som berettiget til å anmelde registreringer. Slettelse av heftelser (som f.eks panterett) skal kunne foretas av den som er berettiget etter heftelsen. Heftelser skal videre kunne slettes dersom det legges frem bevis for at heftelsen har falt bort. Utsteder vil etter forslaget være berettiget til å anmelde slettelse av et finansielt instrument fra registeret, dersom det legges frem bevis for at instrumentet har opphørt å eksistere. For øvrig foreslås at enhver som kan stifte eller overføre rettigheter i eller til finansielle instrumenter uten samtykke av den berettigede, skal kunne anmelde registreringer. Utvalget drøfter nærmere hvem som vil kunne foreta slike anmeldelser uten samtykke (NOU 2000: 10 s. 173-174):

«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.»

Utvalgets forslag er omtalt nærmere i NOU 2000: 10 s. 173-174.

Høringsinstansenes merknader

Norges Fondsmeglerforbund mener at kretsen av andre berettigede enn den som utpekes av registeret bør utvides. Fondsmeglerforbundet viser til at det foretas andre skifter enn dødsboskifter, herunder skifter mellom ektefeller og mellom foreldre og barn. Videre vises til at andre enn den registrerte vil kunne være berettiget, bl.a. som følge av selskapsendringer. Fondsmeglerforbundet mener videre det bør presiseres i utkastets siste ledd at avtale kan gi andre enn den berettigede rett til å anmelde registreringer, slik at meglere, kontoførere og forvaltere fortsatt skal kunne foreta krediteringer og debiteringer av konto.

Ingen andre høringsinstanser har merknader til utvalgets forslag.

Departementets vurdering

Kretsen av de som er berettigede til å anmelde registreringer bør etter departementets syn fremgå av loven, sett i lys av den betydning slike regler har for forskjellige rettighetshavers rettsstilling.

Departementet slutter seg i hovedsak til utvalgets forslag. I likhet med Fondsmeglerforbundet, mener imidlertid departementet at kretsen av registreringsberettigede også bør omfatte de som godtgjør at retten er gått over til seg på annen måte enn ved opprinnelig rettighetshavers død. Registeret vil måtte fastsette nærmere regler til dokumentasjon, jf. utkastet § 7-5.

10.5.3 Investors rett til å få opprettet en konto

Utvalgets forslag

Utvalget mener verdipapirregistre bør ha en absolutt plikt til å åpne konto for en investor eller godkjent forvalter, jf. lovutkastet § 7-2 første ledd tredje punktum. Utvalget viser til at «en nektelse av å inngå forretningsforbindelse ville medføre at vedkommende investor ikke kan investere i finansielle instrumenter utstedt i det aktuelle verdipapirregisteret.» Utvalget antar videre at registeret ikke bør kunne stenge en konto uten investors samtykke.

Høringsinstansenes merknader

Finansnæringens Hovedorganisasjon (FNH) mener det som et minimum bør gjelde en kontraheringsplikt for registerfører i forhold til investor dersom vedkommende også er registerfører for utsteder.

Verdipapirsentralen (VPS) mener utvalgets forslag går for langt i å pålegge registeret en plikt til å åpne en investor- eller forvalterkonto. VPS uttaler i den forbindelse:

«Et register bør avslå å åpne en konto der det tidligere har hatt spesielt uheldige erfaringer med vedkommende f.eks. pga. betalingsvergring, eller det foreligger andre særlige forhold. Dette vil vanskelig kunne sies å være urimelig overfor investoren, særlig fordi virkningen av en nektelse av å åpne konto bare vil være at vedkommende forhindres fra å investere i finansielle instrumenter registrert i det aktuelle registeret. En investor vel dessuten i mange tilfeller ha mulighet til å velge forvalterregistrering. Vi foreslår således at det tas inn en bestemmelse i loven om at registrene kan nekte å åpne investor- eller forvalterkonto dersom det foreligger saklig grunn for dette, med en nærmere presisering i motivene av at det skal mye til for at det kan sies å foreligge saklig grunn til nektelse.»

Departementets vurdering

Investor vil være avhengig av å kunne opprette konto eller et annet kundeforhold i registeret for å kunne erverve finansielle instrumenter innført i registeret. Utgangspunktet bør derfor være at registeret pålegges en kontraheringsplikt i forhold til investor, jf. lovforslaget § 6-2 første ledd annet punktum. Etter departementets syn foreligger det ikke tilstrekkelige grunner til å fravike dette utgangspunktet. Dersom investor ikke gjør opp for seg, bør registeret søke å inndrive kravet på normal måte.

10.5.4 Tvist om registrering

Utvalgets forslag

Utvalget legger til grunn at verdipapirregistrene må ha en høy troverdighet, og at de registreringer som foretas derfor må være så korrekte som mulig. Det foreslås særskilte regler dersom det oppstår tvist om hvorvidt vilkårene for registrering er til stede, jf. lovutkastet § 7-6. Utvalget gjør nærmere rede for innholdet i lovutkastet § 7-6, og uttaler (NOU 2000: 10 s. 116):

«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.»

Utvalgets forslag er nærmere omtalt i NOU 2000: 10 s. 175.

Høringsinstansenes merknader

Justisdepartementet reiser spørsmål ved om utvalgets forslag går for langt i å gi registeret plikt og kompetanse til å vurdere om en registrering er rettmessig. Det uttales i den sammenheng bl.a.:

«Etter Justisdepartementets syn er det åpenbart at registeret må ha en viss vurderingsplikt m.h.t. om et krav om registrering er rettmessig. Hensynet til effektivitet i registerføringen og rettsikkerhet for de involverte parter tilsier imidlertid at registerets kompetanse og plikt i denne sammenheng bør være begrenset. For eksempel bør registeret neppe ha plikt til å vurdere om en transaksjon er ugyldig dersom dette innebærer at registeret må foreta en nærmere vurdering av omstendigheter i det underliggende avtaleforholdet, f.eks. for å kontrollere om en aksjehandel er i strid med avtaleloven § 36. I slike tilfeller er vi for øvrig i tvil om registeret bør ha adgang til å utsette registrering, slik utkastet til ny verdipapirregisterlov § 7-6 første ledd synes å åpne for. I stedet kan det være naturlig at en som mener at registreringen er i strid med sin rett, henvises til å reise søksmål ved de alminnelige domstoler og eventuelt kreve at den aktuelle transaksjonen stoppes gjennom midlertidig forføyning fra namsretten. Vi foreslår at det i loven og/eller kommentarene til denne avklares nærmere hvilken kontroll registeret skal foreta av dokumenter som kreves registrering, og hvilke feil registeret kan rette opp i ettertid. Spørsmålet om registerets plikt til å vurdere feil må for øvrig samordnes med reglene om registerets erstatningsansvar for feil.»

Norges Fondsmeglerforbund er også i tvil om det er hensiktsmessig å gi registeret adgang til å avgjøre om registrering skal skje ved tvist om vilkårene er oppfylt. Fondsmeglerforbundet uttaler bl.a.:

«Vi er sterkt i tvil om dette er en hensiktsmessig løsning. I de tilfeller der slike tvister oppstår vil det ofte kunne dreie seg om vanskelig juridiske problemstillinger som det til dels kan være urimelig å pålegge et register å ta stilling til - ikke minst dersom en beslutning som senere viste seg å være uriktig - kan medføre erstatningsansvar. Vi tror at det vil være langt mer praktisk dersom man la til grunn en regel om at nektelse av registrering eller sperring av konto mv skal skje dersom det foreligger et rettslig grunnlag, f.eks. i form av en midlertidig forføyning fra domstolene. Den person eller det foretak som ønsker å forhindre en registrering eller sperre en konti må kunne benytte muligheten for midlertidig sikring, jfr tvangslovens tredje del, noe som også sikrer at partene kan komme til orde og at en domstol tar stilling til kravet. Det er lite heldig at et register skal måtte ta prejudisiell stilling til kompliserte juridiske problemstillinger, samtidig som man har rettsmidler som f.eks. midlertidig forføyning som godt ivaretar partenes interesser.»

Verdipapirsentralen (VPS) peker på at tvister om rettmessigheten av registreringer er særlig problematiske ved registreringer som gjelder forholdet mellom utstedere og investor. VPS uttaler i den sammenheng:

«Rettmessigheten av slike registreringer vil som oftest avhenge av andre lovregler enn de som styrer verdipapirregistrenes virksomhet. Etter VPS's syn vil det være lite rimelig dersom et verdipapirregister skulle være ertatningsansvarlig på objektivt grunnlag dersom det i ettertid viser seg at en registrering var urettmessig på grunn av prejudisielle forhold som er perifere i forhold til selve registreringshandlingen. VPS har nylig vært i en situasjon der denne problemstillingen var aktuell. Det aktuelle tilfellet gjaldt spørsmålet om det at et aksjekjøp var meldepliktig eller ervervsloven medførte at minoritetsaksjonærene under behandlingen av ervervsaken ikke lovlig kunne innløses etter asal. § 4-25. Utgangspunktet etter aksjelovene er at innløsningen skal skje umiddelbart dersom vilkårene i dette tilfellet var oppfylt.

Den løsningen som er foreslått i § 7-6 vil bare i begrenset grad bidra til å unngå en slik problemstilling. En mulighet til å utsette registreringen, sperre de berørte konti, eller kreve stilt sikkerhet vil ikke være tilstrekkelig til å unngå at verdipapirregistrene settes i en vanskelig situasjon. Det vil ikke minst kunne være problematisk å kreve at det stilles til dels svært store sikkerheter ettersom dette vil kunne medføre store kostnader, for eksempel i form av kapitalbinding. Bestemmelsene i § 7-6 vil for øvrig ofte reise nye problemer, for eksempel om registeret er erstatningsansvarlig dersom de har stilt slike krav når det i ettertid viser seg at vilkårene for registrering var til stede.»

På denne bakgrunn foreslår VPS at problemstillingen tas hensyn til ved utformingen av erstatningsreglene, og uttaler:

«I tilfeller hvor det er usikkerhet om vilkårene for en registrering er til stede bør et register kun være erstatningsansvarlig dersom det har opptrådt uaktsomt. Dersom registeret har opptrådt med normal aktsomhet bør det ikke være erstatningspliktig på bakgrunn av spesielle forhold registeret ikke kunne ventes å kjenne til - for eksempel at aksjeervertet som ligger til grunn for innløsningsbegjæringen er konsejnspliktig etter ervervsloven.»

Ingen andre høringsinstanser har hatt merknader til utvalgets forslag.

Departementets vurdering

Etter departementets vurdering bør registerets rolle være begrenset til å sørge for en effektiv og forsvarlig registrering av finansielle instrumenter. Dette forutsetter bl.a. at registeret eller den som handler på vegne av registeret kontrollerer at overføringer og registrering av heftelser blir foretatt av registreringsberettigede, og at de nærmere krav til identifikasjon mv. i den aktuelle transaksjonen er oppfylt. På den annen side vil kontroll av det underliggende rettsforhold som initierer transaksjonen etter departementets syn falle utenfor de oppgaver som naturlig hører under registeret. Dette er en oppgave som det i siste instans tilligger domstolene å prøve. Departementet slutter seg derfor ikke til utvalgets forslag om å gi registeret anledning til å utsette registreringer, sperre konti eller stille krav om sikkerhet dersom det oppstår tvist om det underliggende rettsforhold. Det vises i den forbindelse til Justisdepartementets, Fondsmeglerforbundets og Verdipapirsentralens høringsuttalelser som departementet i det vesentligste slutter seg til.

10.5.5 Retting av registrerte opplysninger

Utvalgets forslag

Utvalget legger til grunn at verdipapirregisteret bør kunne rette feil i det som er registrert, jf. lovutkastet § 7-6 siste ledd. Utvalget uttaler i den sammenheng (NOU 2000: 10 s. 119):

«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 forsvarende rutiner i forbindelse med omgjøring.»

Høringsinstansenes merknader

Ingen høringsinstanser har hatt merknader til utvalgets forslag.

Departementets vurdering

Departementet foreslår i likhet med utvalget at registeret bør kunne rette feil i registeret, og at de som blir berørt av rettingen gis melding om dette umiddelbart etter at rettingen har skjedd. Verdipapirregisteret er etter lovforslaget erstatningsansvarlig for feil i registeret. Dersom registeret foretar en feilaktig retting, vil dette kunne utløse erstatningsansvar. Likeledes vil en unnlattelse av å rette etter omstendighetene kunne utløse erstatningsansvar for registeret.

10.5.6 Sletting av registrerte opplysninger

Utvalgets forslag

Utvalget foreslår at registeret skal kunne slette opplysninger dersom de åpenbart er uten betydning, jf. lovutkastet § 7-7 første ledd. Det foreslås imidlertid en viss oppbevaringsplikt for slike slettede opplysninger. Utvalget uttaler bl.a. (NOU 2000: 10 s. 120):

«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. børsf. § 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.»

Utvalgets forslag er nærmere omtalt i NOU 2000: 10 s. 120 og s. 175-176.

Høringsinstansenes merknader

Ingen høringsinstanser har hatt merknader til utvalgets forslag.

Departementets vurdering

Departementet foreslår i likhet med utvalget at registeret bør kunne slette opplysninger dersom de åpenbart er uten betydning. Det vises til utvalgets begrunnelse som departementet i det vesentligste slutter seg til.

10.5.7 Informasjon til rettighetshaverne

Utvalgets forslag

Utvalget legger til grunn at det i et dokumentløst system er viktig at kontohaveren og andre rettighetshavere har mulighet til å følge med på egne rettighetsposisjoner.

Utvalget foreslår at verdipapirregistre i utgangspunktet skal 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. lovutkastet § 7-8 første ledd. Andre som har anmeldt en registrering skal etter forslaget også ha melding om at registrering er foretatt eller slettet. Utvalget foreslår imidlertid en vid adgang for den som har krav på melding til å frafalle denne retten helt eller delvis ved avtale, jf. nærmere omtale i NOU 2000: 10 s. 122-123. Det foreslås videre at verdipapirregistrene selv fastsetter nærmere

regler om endringsmeldinger, og utvalget uttaler i den sammenheng (NOU 2000: 10 s. 123):

«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.»

Videre foreslår utvalget at verdipapirregistrene skal kunne kreve vederlag for utsendelse av slike endringsmeldinger, jf. utkastet § 10-3. Utvalget uttaler bl.a. (NOU 2000: 10 s. 123).

«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.»

Uavhengig av reglene om endringsmeldinger, legger utvalget til grunn at kontohaverne og øvrige registrerte rettighetshavere har behov en årlig beholdningsoversikt for å få oversikt over formuen, jf. lovutkastet § 7-9. Utvalget foreslår at registeret selv bør kunne fastsette nærmere regler om slike beholdningsoversikter, og uttaler i den sammenheng (NOU 2000: 10 s. 123):

«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.»

Høringsinstansenes merknader

Justisdepartementet understreker betydningen av at loven bør være teknologinøytral, og det bes derfor om en vurdering av om endringsmeldinger mv. bør kunne sendes elektronisk i den grad dette gir betryggende behandling.

Verdipapirsentralen støtter utvalgets forslag om at verdipapirregisteret skal kunne kreve vederlag for utlevering av opplysninger, og uttaler:

«Vi nevner at behovet for å kunne kreve vederlag er spesielt stort når det gjelder forespørsler om uthenting av opplysninger om tidligere registreringer. Dette er ofte ressurskrevende, og det vil kunne virke urimelig om de må utlignes på hele kontohaverfellesskapet. Disse har for øvrig investorer og rettighetshavere mottatt tidligere i form av en endringsmelding.»

Kredittilsynet går i mot forslaget om at verdipapirregisteret skal kunne kreve vederlag for utsendelse av beholdningsoversikten til kontohaver og andre registrerte rettighetshavere. Etter Kredittilsynets oppfatning bør denne oversikten være vederlagsfri.

Ingen andre høringsinstanser har hatt merknader til utvalgets forslag.

Departementets vurdering

For å legge til rette for tillit til et dokumentløst rettighetsregister, er det av stor betydning at eiere og rettighetshavere mottar relevant informasjon om foretatte transaksjoner på en effektiv og hensiktsmessig måte. Registeret bør derfor etter departementets syn pålegges en lovbestemt plikt til å sende ut endringsmeldinger. Det reelle behovet for slik informasjon vil imidlertid variere for de ulike investorene og rettighetshaverne. Det synes derfor uhensiktsmessig å lovfeste en ordning som skal gjelde i alle tilfeller. Departementet slutter seg derfor til utvalgets tilnærming om å lovfeste en vidtgående plikt til å sende ut endringsmeldinger, kombinert med en adgang for partene til å avta lefeste en avvikende ordning. Registeret bør kunne fastsette de nærmere reglene for utsendelse av endringsmeldinger, herunder legge til rette for elektronisk utsendelse, jf. Justisdepartementets uttalelse om dette.

Videre slutter departementet seg til utvalgets forslag om at registeret skal sende ut en årlig beholdningsoversikt, uavhengig av om det har skjedd endringer i den aktuelle kontoen. Registeret bør selv kunne fastsette nærmere regler om slike utsendelser.

Etter forslaget vil konto- og rettighetshavere selv kunne påvirke hvor mye informasjon de skal motta og i hvilken form informasjonen skal gis. Kostnadene knyttet til de ulike løsningene vil kunne variere. Etter departementets syn er det derfor rimelig at den enkelte konto- og rettighetshaver betaler et vederlag til registeret for utsendelse av slik informasjon, fremfor at kostnadene fordeles på samtlige brukere. Etter departementets syn bør registeret også kunne kreve et rimelig vederlag for å sende ut en årlig beholdningsoversikt.

Ovennevnte vederlag bør begrenses til registerets faktiske kostnader knyttet til utsendelse. Departementet legger til grunn at vederlaget vil kunne vurderes av Kredittilsynet i forbindelse med godkjenningen av registerets regler om utsendelse av hhv. endringsmeldinger og beholdningsoversikter.

10.5.8 Vederlag for registreringstjenester

Utvalget har foreslått enkelte bestemmelser som i visse tilfeller gir myndighetene mulighet til å kontrollere det vederlaget verdipapirregistre skal kunne

kreve for tjenester, jf. ovenfor om utsendelse av endringsmeldinger og beholdningsoversikt.

Etter departementets vurdering bør dette lovteknisk heller utformes som en generell hjemmel for kontroll med de priser verdipapirregistre krever for sine tjenester. Registeret vil etter forslaget ha en kontraheringsplikt i forhold til den enkelte investor. En slik kontraheringsplikt vil undergraves dersom registeret setter et prisnivå som er prohibitivt. Videre må det tas i betraktning at registeret, ihvertfall i en overgangsperiode, vil kunne ha en meget sterk markedsposisjon. I den grad registeret søker å høste monopolfordeler i form av høyere priser, bør myndighetene kunne ha eksplisitt hjemmel til å gripe inn. Det foreslås derfor at departementet gis hjemmel til å fastsette nærmere regler om det vederlag verdipapirregisteret skal kunne kreve for sine tjenester, jf. lovforslaget § 6-9.

11 Rettsvirkninger av registrering

11.1 Gjeldende rett

Verdipapirsentralloven kapittel 5 inneholder nærmere regler om rettsvirkningene av registrering i Verdipapirsentralen (VPS).

For det første er det gitt regler om erververs rettsstilling i forhold til andre rettighetshavere som avleder en konkurrerende rettighet fra samme avhender («dobbeltsuksesjon»). Denne situasjonen er regulert i vpsl. § 5-1 til § 5-3, og reglene bygger i stor grad på tinglysningssystemet for fast eiendom, jf. tinglysningsloven § 20. Etter hovedregelen i vpsl. § 5-1 første ledd går den registrerte rettighet foran rettsstiftelser som ikke er registrert. En slik regel gir registeret negativ rettslig troverdighet, dvs. at erverver i utgangspunktet ikke behøver å ta hensyn til rettsstiftelser som ikke fremgår av registeret. Ved kollisjon mellom registrerte rettigheter, bestemmes prioriteten mellom rettighetene av tidspunktet for innføring i daglig journal, jf. annet ledd. Dersom en eller flere av rettighetene er basert på utleggs- eller arrestforretninger, går disse foran andre rettsstiftelser som er innført samme dag. Er flere utleggsforretninger innført samme dag, går den eldre foran den yngre. Det er gjort unntak fra hovedregelen dersom en avtaleerverver kjente eller burde kjent til at det forelå en eldre rett som ikke var registrert, jf. vpsl. § 5-2 første ledd bokstav a. Videre er det gjort unntak fra hovedregelen dersom det yngre erverv er skjedd ved arv, jf. vpsl. § 5-2 første ledd bokstav b. For at en frivillig stiftet rett skal ha rettsvern overfor avhenders konkursbo, må denne retten være registrert senest dagen før konkursåpningen ble registrert, jf. vpsl. § 5-3. Felles for disse bestemmelsene, er at rettsvern oppnås ved «registrering». Det har imidlertid oppstått noe usikkerhet om hva som menes med «registrering», jf. nærmere omtale i NOU 2000: 10 s. 125.

For det andre er det gitt regler om erververs rettsstilling i forhold til avhenders hjemmelsmenn («hjemmelskonflikten»). Slike situasjoner er regulert i vpsl. § 5-4 og § 5-5, og bygger i stor grad på reglene om negotiable dokumenter i gjeldsbrevloven §§ 14-17. Det følger av vpsl. § 5-4 at en tidligere hjemmelsmann (f.eks. tidligere eier) av et registrert verdipapir ikke kan gjøre gjeldende at avhender ikke hadde rett til å råde over verdipapiret, dersom erververen bygger sin rett på avtale og var i god tro da registreringen fant sted. I tillegg kan det synes som om vpsl. § 5-4 også regulerer «dobbeltsuksesjonskonflikten» nevnt ovenfor, jf. tilsvarende i gjeldsbrevloven § 14. Videre følger det av vpsl. § 5-5 at utsteder av obligasjoner i utgangspunktet ikke kan gjøre gjeldende at registerets innhold ikke er i samsvar med de virkelige rettsforholdene, forutsatt at erververen bygger sin rett på avtale og var i god tro. Det er neppe et vilkår at erververen har registrert sitt erverv i VPS for å slukke ut slike innsigelser. Det er imidlertid visse forhold som utsteder alltid kan gjøre gjeldende overfor senere erververe, bl.a. at utstedelsen skjedde som følge av forfalskning eller grov tvang. Bestemmelsene i vpsl. § 5-4 og § 5-5 gir registeret positiv rettslig troverdighet, dvs. at avtaleerverver i god tro kan legge til

grunn at registeret inneholder korrekte opplysninger. Videre følger av vpsl. § 5-6 at skyldner kan betale til den som er registrert som rettighetshaver i VPS på forfallsdagen, selv om vedkommende i realiteten ikke hadde rett til å ta i mot betaling, dersom skyldneren ikke vet det og er så aktsom som han bør være etter forholdene.

Registreringsvirksomheten i VPS er regulert i verdipapirsentralloven. I tillegg driver VPS i dag et verdipapiroppgjørssystem, jf. lov 17. desember 1999 nr. 95 om betalingssystemer m.v. (betalingssystemloven) § 1-2. Det gjelder særskilte rettsvernsregler for avtaler om avregning og oppgjør inngått mellom deltakere i verdipapiroppgjørssystemer som er godkjent av Kredittilsynet, jf. betalingssystemloven kapittel 4. «Deltakere» i et verdipapiroppgjørssystem omfatter bl.a. kontoførerne i et verdipapirregister, jf. betalingsystemloven § 1-3 første ledd.

11.2 Generelt

Departementet har valgt å organisere omtalen av rettsvernsspørsmål på en annen måte enn utvalget ved at det skilles mellom situasjonen hvor to eller flere rettighetshavere utleder konkurrerende rettigheter fra samme avhender (dobbeltsuksesjon), og situasjonen hvor erververs rettigheter kommer i konflikt med rettighetene til avhenders hjemmelsmann (hjemmelsmannkonflikten).

Begrepet «rettsvern» trenger en avklaring i flere retninger. Departementet legger for det første til grunn at begrepet «rettsvern» omfatter en situasjon hvor en rettighetshaver sikrer seg mot at senere rettighetshavers erverv likevel går foran. Etter departementets syn vil «rettsvernsspørsmål» kunne oppstå uavhengig om det er konflikt mellom to omsetningsserververe (dvs. at partenes rettigheter bygger på avtale), konflikt mellom en omsetningsserverver eller avhenders kreditorer eller konflikt mellom kreditorer. Departementet legger også til grunn at erververs ekstinksjon av avhenders hjemmelsmann er et rettsvernsspørsmål. For det andre må rettsvernsspørsmålet holdes adskilt fra oppfyllelsspørsmålet. Forskjellen mellom disse rettsspørsmålene kan illustreres ved et eksempel. En bilselger som har solgt samme bil to ganger, vil kunne velge hvilken av partene han vil misligholde overfor. Slike forhold er normalt ikke regulert i tingsretten. Den som får bilen overlevert til seg, vil imidlertid avskjære den andre kjøpers rett og således oppnå «rettsvern». Slike forhold er normalt regulert i tingsretten.

Utvalget foreslår ingen endringer i reglene i lov om betalingssystemer. Det skal imidlertid bemerkes at rettsvernsreglene i lov om betalingssystemer vil kunne få betydning ved siden av rettsvernsreglene i lov om registrering av finansielle instrumenter, i tilfelle av konkurs hos en deltaker i et godkjent verdipapiroppgjørssystem. Det nærmere forholdet mellom de to regelsettene vil ikke omtales nærmere i denne sammenheng.

11.3 Dobbeltsuksesjon

Utvalgets forslag

Utvalget foreslår å beholde hovedtrekkene i dagens regulering av registerets rettsvirkninger, men det foreslås enkelte endringer og presiseringer i forhold til gjeldende rett.

Utvalget drøfter hvorvidt det bør innføres særskilte regler om «prioritering» av transaksjoner ved manglende dekning («prioritet til oppfyllelse»). Det gis i den forbindelse uttrykk for tvil mht. om det er gitt slike regler i dag, jf. NOU 2000: 10 s. 127. Utvalget synes å være delt i synet på om slike prioritetsregler bør inntas i loven, og hva innholdet i slike regler eventuelt bør være. Mindretallet fremhever at kjøper som ikke får dekning, ikke vil være part i det avtaleverket (dvs. avtalen mellom VPS og deltakerne i VPO) som regulerer hvem som skal få dekning først. Det legges derfor til grunn at prioritetsregler er et lovgivningsspørsmål. Mindretallet drøfter hvorvidt det bør lovfestes en hovedregel om at transaksjoner skal prioriteres etter tidspunkt for anmeldelse til registeret. Det antas at en slik tidsprioritering bør gjelde som en hovedregel, men at «reelle markedsmessige og oppgjørsmessige hensyn» kan tilsi avvik fra dette. Mindretallet legger til grunn at de nærmere reglene om prioritering vil måtte være detaljerte, og at det ikke er hensiktsmessig å innta disse i loven. Det foreslås derfor at VPS selv bør kunne fastsette prioriteringsregler, dog slik at regelverket skal godkjennes av Kredittilsynet.

Utvalgets flertall mener imidlertid det «ikke er behov for å åpne for en annen prioritering enn tidsprioritering», og uttaler videre (NOU 2000: 10 s. 135):

«Etter flertallets syn kan man ikke se bort fra at de oppgjørsfunksjonene (i form av regning) som i dag foretas av VPS, i fremtiden 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 enn 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 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 kapittel 4. Fraviket fra tidsprioritet bør i tilfelle være i samsvar med de regler som gjelder for oppgjørssystemet.»

Det er ikke utformet lovtekst i samsvar med flertallets syn.

Spørsmålet om å fravike utgangspunktet om tidsprioritet er bare aktuell ved overføring av instrumenter fra en konto til en annen. For stiftelse av panterettigheter og andre begrensede rettigheter foreslår et samlet utvalg at de skal gis prioritet etter tidspunkt for anmeldelse i registeret.

Uavhengig av hvilket tidspunkt som bør regulere prioriteten mellom konkurrerende rettigheter, drøfter utvalget hvorvidt det fortsatt bør gjelde et generelt vilkår om god tro for at en avtaleerverver skal kunne utelukke en tidligere stiftet rettighet som ikke har fått rettsvern. Et samlet utvalg mener at det i motsetning til gjeldende rett ikke bør gjelde et krav om god tro i slike situasjoner, og uttaler (NOU 2000: 10 s. 131):

«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 er delt i to like store fraksjoner i synet på om det fortsatt bør gjelde et god tro-krav der ervervet må regnes som «individuellt bestemt». Den ene fraksjonen mener det bør gjelde et krav om god tro i slike situasjoner, og antar dette særlig kan være praktisk hvis erverver har kjøpt alle aksjene eller en bestemt aksjepost i et selskap. Det foreslås imidlertid lovregler for å unngå at registeret selv skal måtte ta stilling til erververens gode tro, jf. lovutkastet § 9-3. Den andre fraksjonen mener det ikke bør gjelde et krav om god tro overhodet, heller ikke for individuellt bestemte erverv. Det uttales bl.a.:

«Denne fraksjonen har vanskelig for å se hvor grensen for såkalte «individuellt 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 avtale-tidspunktet, 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 «individuellt bestemte finansielle instrumenter».»

Utvalget drøfter særskilt hvilke rettsvernsregler som bør regulere forholdet mellom en omsetningserverver og avhenders kreditorer. Utvalget drøfter for det første når en omsetningserverver skal anses å ha oppnådd rettsvern i forhold til avhenders kreditorer. Utvalget viser til at flere stadier i registreringsprosessen kan være aktuelle og uttaler om dette (NOU 2000: 10 s. 130):

«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 overføringsprosessen («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 har funnet det lite hensiktsmessig å knytte rettsvernet for overføring til tidspunktet for anmeldelse av transaksjonen til registeret, og uttaler (NOU 2000: 10 s. 130):

«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 salgsavtalen han allerede har inngått. Oppfyllelse av den inngåtte salgsavtalen 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 pantsettelser mv.).»

Utvalget mener hensynet til et velfungerende oppgjørssystem tilsier at rettsvernet bør inntre på et tidspunkt tidlig i oppgjørsprosessen. Utvalget kan ikke se at valg av nøyaktig tidspunkt i seg selv reiser spørsmål av lovgivningspolitisk karakter. Etter utvalgets syn er de viktigste hensynene ved fastsettelsen av det avgjørende tidspunkt, at skjæringstidspunktet for rettsvern identifiseres entydig og at det muliggjør etablering og praktisering av et effektivt oppgjørssystem. Utvalget foreslår at det skal være opp til registeret selv å bestemme på hvilket stadium i overføringsprosessen rettsvernet skal inntre. De reglene som registeret fastsetter om dette skal etter forslaget godkjennes av Kredittilsynet. Utvalget foreslår videre at panteretter og andre begrensede rettigheter, samt utlegg og konkurs skal gis rettsvern ved tidspunktet for anmeldelsen av rettigheten.

Utvalget drøfter også om det i samsvar med gjeldende rett bør videreføres et unntak fra alminnelig tidsprioritet ved vurderingen av rettsvernet til hhv. omsetningsserverver og avhenders kreditorer. Utvalget viser til at gjeldende § 5-3 om at rettsvern mot konkurs er betinget av at registrering av rettigheten er foretatt dagen før registrering av konkursen medfører at VPS ikke kan gjennomføre løpende registreringer av overføringer, eventuelt flere oppgjør om dagen. Utvalget uttaler om denne bestemmelsen bl.a. (NOU 2000: 10 s. 129):

«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 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 at rettsvern mot konkurs skal følge det samme hovedprinsippet som gjelder for andre rettsvernsspørsmål, slik at registreringstidspunktet vil være avgjørende for om en rettsstiftelse har rettsvern mot avhenderens konkurs. Utvalget foreslår at tilsvarende skal gjelde også for utleggs- og arrestforretninger. Det vises for øvrig til utkastet § 9-4 og utvalgets omtale i NOU 2000: 10 s. 129-130 og s. 178-179.

Utvalget foreslår en rekke regler som angir «anmeldelse i registeret» som et relevant skjæringstidspunkt for rettsvern. Det foreslås derfor en egen bestemmelse om når anmeldelse skal anses å ha skjedd, jf. utkastet § 9-5 og utvalgets omtale i NOU 2000: 10 s. 179.

Høringsinstansenes merknader

Flere høringsinstanser mener utvalget ikke i tilstrekkelig grad skiller mellom VPS' funksjon som rettighetsregister og oppgjørssystem. *Norges Bank* gjør nærmere rede for forholdet mellom disse funksjonene, og uttaler:

«Når reglene skal utformes, må det skilles mellom de oppgaver som VPS i dag har som rettighetsregister og oppgjørssystem. Rettighetsregisteret reguleres av verdipapirregisterloven, mens oppgjørssystemet er regulert av lov om betalingssystemer. Et rettighetsregister og et oppgjørssystem kan være adskilte enheter, men det kan også være slik at enhetene ligger sammen, slik som i VPS. Hvorledes dette samspillet fungerer kan være noe komplisert, og er ikke klart fremstilt av utvalget. Forslaget til lovbestemmelser bærer også preg av at disse forhold ikke er tilstrekkelig utredet. *Norges Bank* vil derfor utdype dette noe nærmere nedenfor.

Med rettsvern menes å inneha en særstilling i forhold til andre som konkurrerer om rettigheter til et formuesgode. Problemstillingen er ikke aktuell i forholdet mellom avtalepartene i en verdipapirhandel, men i forholdet mellom en avtalepart og andre som pretenderer å ha en kolliderende rettighet i verdipapiret. Dette kan dreie seg om ulike situasjoner, for eksempel i forhold til andre som hevder å ha ervervet samme formuesgode, tidligere rettighetshavere, forfølgende kreditorer og panteberettigede.

Et oppgjørssystem får melding fra markedet, dvs børser, meglere, forvalterbanker etc, om hvilke handler som skal inngå i et oppgjør. Oppgjøret vil normalt være noen dager frem i tid. Før oppgjøret skal gjennomføres, foretar oppgjørssystemet en avregning av deltakernes pengeposisjoner og verdipapirposisjoner. De ulike systemer fungerer noe forskjellig. Normalt vil det bli foretatt en kontroll av om den enkelte deltaker har tilstrekkelig med penger og verdipapirer til å dekke sine posisjoner. Dette kalles dekningskontroll. Dekningskontrollen av penger vil skje i den banken hvor pengene skal gjøres opp (oppgjørsbanken), mens dekningskontrollen av verdipapirer vil skje der verdipapirene skal gjøres opp, altså i rettighetsregisteret. I forbindelse med dekningskontrollen vil det bli reservert (bundet) penger i oppgjørsbanken og verdipapirer i rettighetsregisteret med tanke på det forestående oppgjøret. Først når penger og verdipapirer er på plass for alle deltakerne, vil den endelige avregningen bli gjennomført. Det gis da melding til oppgjørsbanken om hvor mye penger som skal overføres fra hvem til hvem, og melding til verdipapirregisteret om hvem som skal overføre hvilke verdipapirer til hvem. Oppgjørsbanken foretar deretter pengeoppgjøret, og verdipapirregisteret foretar (det endelige) verdipapiroppgjøret.

Oppgjørssystemet fungerer således til å begynne med uavhengig av oppgjørsbanken og rettighetsregisteret. Like før oppgjøret skal gjennomføres foretas den første kontakten med disse gjennom dekningskontrollen. Sett fra rettighetsregisterets side, vil dette være «anmeldelsen» til registeret, og det er normalt å tenke seg at rettsvern oppstår i forbindelse med dette.

Rettighetsregisteret får meldinger fra flere hold om overførsel av papirer. Det kan være fra et eller flere oppgjørssystemer, fra kontoførere om konto-til-konto overførsler, fra rettighetsanmerkninger om pant etc, eller det kan være fra namsmannen eller gjelde en konkurs. En melding om registrering fra en oppgjørssentral vil slik sett ikke være noe forskjellig fra en melding om registrering fra annet hold. Rettighetsregisteret forholder seg ikke til hva som skjer i oppgjørssyste-

met før oppgjørssystemet foretar dekningskontrollen (og med senere overførsel av papirer).

Det spiller ingen rolle for rettighetsregisteret om fremtidige handler meldes inn til oppgjør i oppgjørssystemet, slik som i VPO i dag hvor handlene meldes inn tre dager før oppgjør. Disse handlene blir liggende i oppgjørssystemet inntil de gjøres opp, og det sendes ingen melding til rettighetsregisteret før i forbindelse med dekningskontrollen.

Manglende dekning av papirer hos selger løses etter de regler som gjelder for oppgjørssystemet, for eksempel ved at handelen faller, at det foretas en dellevering eller ved verdipapirlån. Dette har ingen betydning for rettighetsregisteret, som kun får en melding om hvilke registreringer som skal foretas på hvilke konti.

Hvis en selger har solgt samme type verdipapir til flere enn det er dekning for, løses dette etter reglene i oppgjørssystemet, ofte ved en blanding mellom prioritetsprinsipper og prinsipper om størst mulig samlet verdi til oppgjør. Dette har heller ingen betydning for rettighetsregisteret, som først får melding om registrering på konti etter at dekningskontrollen og avregningen er kjørt.

Som beskrevet ovenfor er det altså ingen direkte sammenheng mellom oppgjørssystemet og rettighetsregisteret (eller oppgjørsbanken) før dekningskontrollen foretas (anmeldelsen til registeret). Rettsvern og prioritet i rettighetsregisteret vil først få betydning etter at det er skjedd en melding til rettighetsregisteret. Før dette tidspunktet «lever» de transaksjoner som er innmeldt til oppgjørssystemet kun i oppgjørssystemet. Etter at anmeldelsen er foretatt, kommer reglene i verdipapirregisterloven til anvendelse, mens reglene i lov om betalingssystemer omfatter det forhold at avregningen som er foretatt i oppgjørssystemet skal kunne gjøres opp selv om en deltaker går konkurs før oppgjøret er gjennomført. Hvis man tenker seg dekningskontrollen som en anmeldelse til rettighetssystemet, med samtidig etablering av rettsvern, vil det være harmoni mellom reglene i lov om betalingssystemer og verdipapirregisterloven. I et slikt tilfelle vil man således være sikret at de avregnede verdipapirposisjonene - som da er låst i rettighetsregisteret - blir gjort opp.»

Fondsmeglerforbudet og Verdipapirsentralen (VPS) gir uttrykk for tilsvarende synspunkter. *Norsk Oppgjørssentral (NOS)* peker på tilsvarende forhold som Norges Bank og omtaler i tillegg et pågående samarbeid mellom nordiske verdipapirsentraler, og uttaler:

«VPS har i dag oppgaver både som rettighetsregister og som oppgjørssystem. Disse oppgavene trenger ikke å ligge til samme institusjon. Det kan feks tenkes selvstendige oppgjørssystemer som gir melding til rettighetsregisteret om hvilke verdipapirer som skal overføres til hvem. Virksomhet som verdipapiroppgjørssystem reguleres i dag av den nylig vedtatte lov om betalingssystemer, mens virksomheten som rettighetsregister reguleres av vpsl. Reglene i verdipapirregisterloven skal på samme måte kun befatte seg med rettighetsregistrering.

Vi kan nevnte at det ikke fullførte samarbeidet mellom verdipapirsentralene i Norge, Sverige og Danmark (S4) bygget på en modell hvor oppgjørsvirksomheten for de berørte landene lå i en felles enhet, som på sin side skulle sende melding til de respektive verdipapirregister om overførsler mellom konti. Tilsvarende pågår det nå internasjonale drøftinger og prosjekter om at verdipapirhandelen over børs skal foregå ved hjelp av sentral motpart, slik derivathandelen i dag foregår gjennom oppgjørssentraler. Dette er allerede innført ved noen børser.

Oppgjørssentralen vil da fungere som et oppgjørssystem som sender melding til verdipapirregisteret om overførsler mellom konti.»

De fleste høringsinstansene synes å støtte flertallets forslag til regulering av «prioritet», dvs at det bør gjelde en generell regel om tidsprioritet. Kredittilsynet uttaler bl.a.:

«Mindretallets begrunnelse for å overlate den nærmere fastsettelse av prioriteringsreglene for overføringer som skal gjennomføres samme dag til registeret selv, synes å hvile på forutsetningen om at verdipapirregister inngår i et oppgjørssystem. Dette vil imidlertid ikke nødvendigvis være tilfelle, og selv om registeret inngår i et oppgjørssystem vil det kunne være finansielle instrumenter registrert i registeret som ikke inngår i et slikt system. En hjemmel for å fravike regelen om tidsprioritet vil uansett kunne avhjelpe eventuelle uheldige konsekvenser av en slik prioritering for et oppgjørssystem.

Lov om betalingssystemer kapittel 4 inneholder ingen eksplisitt bestemmelse om prioritet. Det følger imidlertid av § 4-1 annet ledd at godkjenning av et verdipapiroppgjørssystem bare kan skje dersom systemets regler anses formålstjenlige. Kredittilsynet antar at et verdipapirregisters regler om prioritet for overføringer som skal inngå i verdipapiroppjøret kan inntas som en del av systemets regler. Hjemmelen for å fravike tidsprioriteten må likevel følge av lov om registrering av finansielle instrumenter.»

Norges Bank, Norsk Oppgjørssentral (NOS), og Finansnæringens Hovedorganisasjon gir uttrykk for tilsvarende synspunkter. *Norges Fondsmeglerforbund* og *Verdipapirsentralen (VPS)* mener det bør fremgå av lovteksten at en registrert rettighet går foran en uregistrert rettighet. VPS mener videre at det ikke bør gis regler om prioritet mellom innmeldte handler i lov om registrering av finansielle instrumenter. VPS mener slike regler bør gis i regler som regulerer oppgjørsfunksjonen, og uttaler:

«Utvalgets forslag skiller ikke mellom funksjonen som rettighetsregister og oppgjørsfunksjonen. Verdipapiroppgjørssystemer er i dag regulert i lov om betalingssystemer, der det i kapittel 4 er tatt inn regler om bl.a. en frivillig godkjennelsesordning og om beskyttelse av oppjøret ved en deltakers konkurs. I et oppgjørssystem registreres det inn avtaler om en fremtidig overføring av finansielle instrumenter mot at det overføres penger motsatt vei. I rettighetsregisteret registreres eierforholdene til konkrete finansielle instrumenter. Når en handel meldes inn i oppgjørssystemet, oppgis det hvilken konto i rettighetsregisteret instrumentene skal hentes fra, men det er ikke klart hvilke finansielle instrumenter overføringen omfatter. Selv om det står finansielle instrumenter av den type som skal overføres på kontoen som er oppgitt, kan selgeren fritt råde over disse frem til det avtalte tidspunktet for overføring.

Det er først når det oppjøret partene har ønsket å delta i starter, at det avmerkes i rettighetsregisteret hvilke finansielle instrumenter som skal overføres. Det er med andre ord først på dette tidspunktet de finansielle instrumentene som skal overføres blir individualisert. Når det meldes flere handler med samme oppgjørskonto til oppgjør samme dag og det ikke er dekning til alle handlene på den aktuelle kontoen, må det være reglene for oppgjørssystemet som bestemmer i hvilken prioritet de innmeldte handlene skal ha i mellom.

I lov om registrering av finansielle instrumenter bør bare rettighetsregistrering av finansielle instrumenter reguleres. Selv om dagens oppgjørssystem av praktiske grunner er tett integrert med rettighetsregisteret, er det prinsipielt sett to helt ulike funksjoner som ikke må blandes sammen i lovreglene om rettighetsregisteret. Det er ingen nødvendighet at oppgjørssystemet er en integrert del av et verdipapirregisters virksomhet, slik forholdet er i VPS i dag. Det kan for eksempel tenkes at oppgjørsenheten ligger utenfor registeret, eller at registeret også får melding om registrering fra flere oppgjørssystemer. En melding om registrering fra et oppgjørssystem vil slik sett ikke være forskjellig fra en melding om registrering fra annet hold. Den eneste praktiske forskjellen vil være at et nettooppgjør vil være et sett av overføringer med en indre sammenheng som gjør at de ikke kan gjøres uavhengige av hverandre, og at det derfor tar noe lengre tid å gjennomføre registreringer av denne type. Oppgjøret må derfor beskyttes i den forstand at det kan kjøres uavhengig av andre registreringer som måtte komme mens oppgjøret pågår. Dersom et oppgjør for eksempel påbegynnes klokken 16.00 må alle registreringer som er en del av oppgjøret kunne gjennomføres selv om det meldes inn en annen transaksjon klokken 16.02 som berører en konto som er en del av oppgjøret. Dette må gjelde selv om transaksjonen som er meldt inn i oppgjøret mot den aktuelle kontoen ligger slik i rekkefølgen i det pågående oppgjøret at den først vil bli gjennomført klokken 16.03. En slik beskyttelse kan gis ved en regel om at alle transaksjoner som inngår i et oppgjør anses som registrert på det tidspunkt oppgjøret transaksjonene er en del av, startes mot registeret.

Ulike registre kan fungere ulikt, og den teknologiske utviklingen går svært raskt fremover. Det kan være vanskelig å ha full oversikt over hvorledes samspillet mellom de ulike oppgjørssystemer og verdipapirregisteret vil arte seg i fremtiden. Det synes derfor ikke hensiktsmessig å detaljregulere i lovteksten når en registrering skal anses å være skjedd. Den mest effektive måten å løse dette på, er at det enkelte register selv utformer regler for når en rettighet skal anses å være registrert, og at disse reglene undergis offentlig kontroll ved melding til Kredittilsynet.

Utvalget peker videre på at det kan være behov for unntak fra regelen om tidsprioritet - særlig knyttet til spørsmål om oppgjør. VPS er enig i dette, men dette er som ovenfor nevnt regler som må fastsettes av det enkelte oppgjørssystem. Rettighetsregisteret registrerer rettigheter til de registrerte instrumentene i den rekkefølge de kommer inn til registeret. Prioriteringen av de innmeldte handlene må med andre ord være klarlagt før det i rettighetsregisteret kan registreres rettigheter til de konkrete finansielle instrumentene.»

Justisdepartementet mener det bør gjelde en hovedregel om tidsprioritet, og går i mot at verdipapirregistrene selv skal kunne fastsette regler om dette. Det uttales bl.a.:

«Det dreier seg om en fastsettelse av rettighetsforholdet mellom to eller flere private parter som åpenbart ikke kan avgjøres av verdipapirregisteret på egen hånd. Vi kan heller ikke se at verdipapirregistrene har noe praktisk behov for å kunne utforme regler om dette selv. Det vil også svekke forutberegneligheten i finansmarkedet om rettsvernreglene skal kunne variere mellom de ulike registre, eller ved at det enkelte register stadig endrer sine regler.»

Høringsinstansene er delt i synet på om det fortsatt bør gjelde et vilkår om god tro for at en avtaleerverver skal kunne ek스팅vere (slukke ut) andre rettighetshavere. På den ene siden mener *Norges Bank* og *Kredittilsynet* at det ikke bør gjelde et slikt krav, heller ikke i relasjon til «individuellt bestemte instrumenter». Det anføres at et slikt unntak vil være vanskelig å praktisere. På den andre siden mener Justisdepartementet og VPS at det fortsatt bør gjelde et generelt vilkår om god tro for ekstinktivt avtaleerwerb. Justisdepartementet anfører bl.a.:

«Justisdepartementet mener at det bør opprettholdes et generelt krav om god tro ved dobbeltsuksjonskonflikter, men at dette bør tilpasses de særlige forhold som gjør seg gjeldende ved overdragelse av finansielle instrumenter. Som fremhevet av utvalget er finansielle instrumenter normalt å anse som generiske ytelser, slik at man ikke uten formuesgoder, f.eks. fast eiendom. At X selger 1000 aksjer i selskap Y til A, er ikke til hinder for at han senere selger 1000 aksjer i Y til B, og at begge handler blir oppfylt etter avtalen. At en aksjeeier selger samme type aksjer til flere kjøpere på samme tid, må antas å forkomme svært ofte og det ligger normalt intet irregulært i denne formen for «dobbelt salg». Det gjelder selv om avhenderen på avtaletidspunktet ikke besitter nok aksjer til å oppfylle alle de kjøpsavtaler som er inngått; normalt ville avhenderen kunne kjøpe flere aksjer, slik at begge handler kan oppfylles i tide. At B kjenner til Xs tidligere salg av aksjer til A, gir dermed ikke i seg selv B noen grunn til å anta at X ikke vil kunne oppfylle begge kjøpsavtaler. I utgangspunktet bør derfor ikke Bs kjennskap til avtalen mellom X og A medføre at B mister sin rett. En mulig løsning kan være en regel om at B mister sin rett hvis X ikke klarer å oppfylle begge avtalene, og B forsto eller burde forstått at gjennomføringen av sin egen avtale sannsynligvis ville medføre at den først inngåtte avtale ikke ble oppfylt.

Med en slik regel vil det ikke være nødvendig å ta stilling til om det tidligst stiftede ervervet er «individuellt bestemt», slik det legges opp til i utkast til ny verdipapirregisterlov § 9-3. Vi viser her til uttalelsene til den fraksjonen i utvalget som mener at det er vanskelig å avgjøre hva som ligger i dette vilkåret.»

For så vidt gjelder handler over børs eller andre anonymiserte transaksjoner, mener Justisdepartementet at det normalt ikke bør gjelde et krav om god tro, og uttaler:

«Både i forhold til dobbeltsuksjonskonflikter og (sic) bør antakelig kravet om god tro bare gjelde der den aktuelle avtaleerververen på rettsvernstidspunktet forsto eller burde forstått hvem avhenderen var. I praksis vil ofte ikke erververen ha slik kunnskap fordi både kjøper og selger er representert med meglere slik at partene ikke vet hvem som er den reelle motparten. Dersom en erverver (B) kjøper aksjer over børs eller gjennom en annen anonymisert transaksjonsform, der han ikke vet hvem som er motparten, bør det normalt ikke ha noen betydning for erververens rettsvern at han visste at en avhender (A) ikke hadde rett til å avhende verdipapirene, dersom B på registreringstidspunktet ikke visste eller burde ha visst at det var A som var avhenderen.»

Justisdepartementet støtter forslaget om at det ikke bør stilles noe krav om god tro for at registrering av utleggspant eller konkurs gis rettsvern mot tidligere oppståtte, men uregistrerte rettigheter, i det dette antas å være i tråd med

alminnelige prinsipper i norsk tingsrett. For øvrig støtter Justisdepartementet prinsippet i utkastet § 9-3 annet ledd om at registeret selv ikke vil ha plikt til å vurdere erververs gode tro.

Flertallet av høringsinstansene støtter utvalgets forslag om at registeret selv bør kunne fastsette når en avtaleerverver oppnår rettsvern i forhold til konkurrerende kreditorer. *Kredittilsynet* uttaler:

«Det er særegent for forslaget til lov om registrering av finansielle instrumenter at det nærmere tidspunkt for etablering av rettsvern overlates til verdipapirregisteret selv å fastsette. Hensynet til forutsigbarhet kunne tilsi at rettsvernstidspunktet ble fastsatt i lov eller alternativt i forskrift. Kredittilsynet ser imidlertid det hensiktsmessige i at verdipapirregisteret selv innenfor en gitt ramme kan fastsette et tidspunkt, blant annet av hensyn til registerets systemer for gjennomføring av transaksjoner. Kredittilsynet viser til at dette også er ordningen etter dansk rett. Det må imidlertid understrekes at tidspunktet for etablering av rettsvern må kunne identifiseres entydig og at det muliggjør etablering av et effektivt oppgjørssystem. Kredittilsynet legger til grunn at vurderingstemaet for en slik godkjennelse vil være om det aktuelle tidspunktet er tilstrekkelig klart og forutsigbart.»

Norges Bank støtter også forslaget, og uttaler:

«Ulike registre kan fungere ulikt, og den teknologiske utviklingen går svært raskt fremover. Det kan være vanskelig å ha full oversikt over hvorledes samspillet mellom de ulike oppgjørssystemer og verdipapirregisteret vil arte seg i fremtiden. Det kan derfor i lovs form være problemer med å finne et egnet tidspunkt for når anmeldelse skal anses å være skjedd. En lovmessig fastsetting av et slikt tidspunkt kan være uheldig med hensyn til den utvikling som antas å ville skje i slike registre fremover.

Norges Bank mener at registeret selv bør kunne fastsette anmeldelsestidspunktet under offentlig kontroll ved melding til Kredittilsynet. Dette er en løsning som også er foreslått av utvalget, men som ikke kommer klart frem av lovteksten.»

Fondsmeglerforbundet, Finansnæringens Hovedorganisasjon, NOSog VPS gir uttrykk for tilsvarende synspunkter. *Justisdepartementet* finner det unødvendig med særskilte regler for når en rettighet skal anses å ha rettsvern i forhold til tvungne rettsstiftelser. Det antas at det bør gjelde en felles bestemmelse om rettsvern for avtalebaserte erverv og tvungne rettsstiftelser, der det gjøres unntak dersom avtaleerverver er i ond tro. Videre går Justisdepartementet i mot forslaget om ulike regler for overføringer og stiftelse av begrensede rettigheter, jf. utkastet § 9-2. Det vises til at dette strider mot systemet i tinglysningsloven § 20 og § 21.

Samtlige høringsinstanser som uttaler seg støtter forslaget om at skjæringstidspunktet for rettsvern for tvangsstiftelser og konkurs bør reguleres av de samme skjæringstidspunkter som frivillig stiftede rettigheter. Justisdepartementet uttaler bl.a.:

«Justisdepartementet antar at det i en ny lov er hensiktsmessig å innføre regler om klokkeslettprioritet og ikke prioritet etter dato slik som i gjeldende lov, jf. verdipapirsentralloven § 5-1 annet ledd. Regler om klokkeslettsprioritet synes også å være en naturlig forutsetning dersom det skal innføres et rettighetsregister der rettsvern og overføringer av aktiva skal skje i realtid (sann tid). Av samme grunn er

Justisdepartementet enig med utvalget i at tvangsmessige heftelser ikke bør gis verdipapirsentrallov § 5-1 annet ledd. Dersom senere registrerte tvangsheftelser skulle gå foran tidligere registrerte avtaleerhverv, ville det innebære et skår i registerets negative troverdighet. Det innebærer også at registeret i praksis bare kan overføre rettigheter fra en konto til en annen en gang daglig. Det avgjørende også for de tvangsmessige rettsstiftelser bør derfor være klokkeslettet for registreringen. Det gjelder også registrering av konkurs. Vi er derfor enig med utvalget i at gjeldende verdipapirsentrallov § 5-3 ikke bør videreføres.»

VPS' uttalelse går i samme retning:

«Det mest akutte problemet er regelen i § 5-1 andre ledd og § 5-3 om at tvangsregistreringer går foran frivillige rettsstiftelser registrert samme dag. Dette innebærer at VPS bare kan kjøre ett verdipapiroppgjør per dag og heller ikke kan registrere intra-dag pant i finansielle instrumenter. VPS støtter derfor utvalgets forslag om at en rettighet får rettsvern fra registreringstidspunktet uavhengig av rettighetens karakter. Dette er en endring som er tvingende nødvendig for å få en effektiv likviditetsutnyttelse i et marked med den omløpshastighet som verdipapirmarkedet har.»

Kredittilsynet, Norges Bank, Fondsmeglerforbudet, NOSog Sparebankforeningen gir uttrykk for tilsvarende synspunkter.

De høringsinstanser som uttaler seg (Norges Bank og Justisdepartementet), støtter utvalgets forslag om at registret selv fastsetter regler for når anmeldelse av en rettighet skal anses å ha skjedd.

Justisdepartementet støtter forslaget om at det ikke bør opprettholdes en plikt til å føre daglig journal. Det vises til at registeret fortsatt vil måtte holde orden på rekkefølgen av registreringer, men at det bør være opp til registeret selv å bestemme hvordan dette best organiseres. Justisdepartementet antar for øvrig at behovet for daglig journal reduseres dersom rettsstiftelser og overføringer i registeret i fremtiden vil kunne skje i realtid.

Departementets vurdering

I det følgende vil departementet først vurdere forslaget til regulering av forholdet mellom to omsetningsserververe som utleder sin rett fra samme avhender, og deretter vil forholdet mellom en omsetningsserverver og avhenders kreditorer omtales.

Ved regulering av konflikten mellom to omsetningsserververe bør det skilles mellom oppfyllelesspørsmål og rettsvernsspørsmål, jf. avsnitt 11.2 om dette skillet.

Når det gjelder *oppfyllelesspørsmålet*, foreslår utvalget særskilte «prioritetsregler» i utkastet § 9-1 til § 9-3. Utvalget finner det usikkert om vpsl. § 5-1 gir en regel om oppfyllelse (prioritet), jf. NOU 2000: 10 s. 127. Utvalgets synes å være enige i at det bør gjelde et generelt prinsipp om tidsprioritet ved oppfyllelse, men det er uenighet om hvilke unntak som skal lovfestes fra dette utgangspunktet. Departementet slutter seg i utgangspunktet til utvalgets vurdering av at regler om oppfyllelse vil være av sentral betydning for et velfungerende oppgjørssystem. Departementet er også enig i at utformingen av slike regler vil måtte tilpasses de særlige forhold som gjør seg gjeldende i det aktu-

elle oppgjørssystemet. Etter departementets syn er det imidlertid ikke hensiktsmessig å gi lovregler om rekkefølgen for oppfyllelse av ulike handler i en ny lov om registrering av finansielle instrumenter. Det sentrale formål med lovreglene bør være å sørge for klare rettsvernsregler. Slike regler bør i størst mulig grad være nøytrale i forhold til ulike oppgjørssystemer. Regler om hvilke forpliktelser som ved manglende dekning skal oppfylles først er i utgangspunktet et forhold som er verdipapirregisteret uvedkommende. Oppfyllesesregler bør derfor i sin helhet fastsettes av oppgjørssystemet. Utvalgets mindretall legger stor vekt på at oppgjørssystemets prioritetsregler får virkning overfor aktører som ikke er en del av avtalen som etablerer dette systemet. Etter departementets syn er det imidlertid unaturlig å oppstille et utgangspunkt om at konsekvensene av mislighold skal reguleres i lov eller avtale. I samsvar med VPS' høringsuttalelse, mener derfor departementet at oppfyllesesspørsmålet eventuelt bør reguleres av oppgjørssystemet. I den grad oppgjørssystemet ønsker at de særskilte rettsvernsreglene i betalingsystemloven kapittel 4 skal få anvendelse, må det først godkjennes av Kredittilsynet. Departementet legger til grunn at Kredittilsynet i den forbindelse vil kunne sette vilkår som sikrer tilstrekkelig offentlig regulering av oppfyllesesspørsmålet.

Rettsvernsspørsmålet reiser problemer i flere retninger. Utvalget synes bare å foreslå rettsvernsregler ved stiftelse av konkurrerende begrensede rettigheter. Etter departementets syn bør det innføres en generell rettsvernsregel ved konflikt mellom to omsetningsserververe som utleder konkurrerende rettigheter fra samme avhender, uavhengig av om det gjelder overføring av eiendomsrett eller stiftelse av begrensede rettigheter.

Det kan hevdes at rettsvernsregler for overføringer ikke vil være praktisk dersom man har særskilte prioritetsregler for oppfyllelse av avhenders forpliktelser. Departementet foreslår imidlertid ikke prioritetsregler for oppfyllelse, og det bør derfor gis en rettsvernsregel som ikke forutsetter særskilte oppfyllesesregler for oppgjørssystemet. Dersom oppfyllesesreglene utformes på en måte som gjør at konflikter vil unngås er dette positivt. Videre er det viktig å ha rettsvernsregler for å oppstille et «køsystem» mellom flere begrensede rettigheter.

Rettsvernsregler bør etablere en relevant rettsvernsakt og rettsvirkninger av denne rettsvernsakten. Etter departementets syn bør rettsvernsakten mellom to omsetningsserververe være den samme som gjelder i forholdet mellom en omsetningsserverver og avhenders kreditor. Den nærmere fastsettelsen av rettsvernsakten vil drøftes nærmere nedenfor. Når det gjelder rettsvirkninger av rettsvernsakten, bør etter departementets syn den omsetningsserverver som først oppnår rettsvern slukke ut (ekstingvere) konkurrerende rettigheter til en annen omsetningsserverver, forutsatt at de alminnelige vilkår for dette er oppfylt. Dette prinsippet basert på tidsprioritet er i samsvar med alminnelige prinsipper i norsk tingsrett.

Det følger av alminnelige tingsrettslige prinsipper at det ikke er tilstrekkelig å gjennomføre en rettsvernsakt for en omsetningsserverver som vil ekstingvere en konkurrerende rettighet (annen omsetningsserverver eller kreditor). I tillegg må vedkommende være i «god tro» om sin rett. Et samlet utvalg går inn for å oppheve dette generelle vilkåret om god tro i relasjon til dobbeltsalg av

registrerte finansielle instrumenter. Utvalget begrunner dette med at en ekstinksjonsregel basert på god tro vil være «lite meningsfylt» fordi finansielle instrumenter (som f.eks. aksjer) er generiske ytelser. Utvalget er delt i synet på om det bør beholdes et god tro-krav for såkalte «individuellt bestemte» instrumenter.

Departementet slutter seg ikke til utvalgets forslag, og mener det bør beholdes et alminnelig vilkår om god tro som vilkår for omsetningsserververs ekstinksjon. For det første vil det i en rekke tilfeller være aktuelt å operere med et god tro-krav, bl.a. hvor erververen av en bestemt aksjepost (f.eks. ved oppkjøp av selskaper) kjenner til en konkurrerende erverver av denne aksjeposten. Det vises i den forbindelse til forslaget fra den ene fraksjonen i utvalget om å beholde et god tro-krav for «individuellt bestemte» instrumenter. Departementet er imidlertid enig med den andre fraksjonen i at det vil være vanskelig å trekke grensen mellom «individuellt bestemte» instrumenter og andre instrumenter. Etter departementets syn er det imidlertid ikke nødvendig å trekke en slik grense, siden det også bør gjelde et generelt god tro-krav for generisk bestemte instrumenter. I tråd med alminnelige tingsrettslige prinsipper bør det derfor etter departementets syn gjelde et god tro-krav. Ved erverv av generisk bestemte instrumenter vil riktignok god tro-kravet normalt være oppfylt. Det faktum at avhender mangler de aktuelle instrumentene på sin konto, er heller ikke i seg selv tilstrekkelig til å frata erververens gode tro, dersom erverver kunne legge til grunn at avhender ville kunne oppfylle sine forpliktelser med bl.a. innlånte instrumenter. Ved børstransaksjoner og andre anonyme transaksjoner hvor avhender er ukjent, vil erverver normalt ikke kunne kjenne til avhenders dobbeltsalg. Det faktum at et vilkår om god tro normalt vil være oppfylt, er etter departementet syn et svakt argument for å fjerne god tro som ekstinksjonsvilkår. Det vises for øvrig til Justisdepartementets og Verdipapirsentralens høringsuttalelse som departementet i det vesentligste slutter seg til.

I samsvar med alminnelige tingsrettslige prinsipper og gjeldende vpsl. § 5-2 foreslås å videreføre at arvtakere ikke skal kunne ekstingvere kolliderende rettighetshavere.

Utvalget foreslår i utkastet § 9-3 annet ledd en bestemmelse om at registeret normalt skal kunne gjennomføre anmeldte handler, uten å måtte vurdere erververs gode tro. Justisdepartementet støtter også det prinsipp bestemmelsen gir uttrykk for. Departementet slutter seg til utvalgets vurdering av at registeret skal kunne gjennomføre anmeldte handler uten å måtte vurdere erververs gode tro. Eventuell ond tro, det være seg om konkurrerende overførsler eller begrensede rettigheter, bør være et forhold som tas opp mellom konkurrerende rettighetshaverne i ettertid. Etter departementets syn er det imidlertid ikke nødvendig å lovregulere dette. Fraværet av plikt for registeret på dette området, følger av at registeret ikke er pålagt å vurdere erververs gode tro, jf. tilsvarende i utkastet § 7-6 om tvist om registrering. Det er således ikke nødvendig å gjøre unntak fra en ikke-eksisterende plikt. Dette tilsvarer for øvrig systemet i tinglysningsloven. Dersom et instrument som mangler rettsvern p.g.a. erververs onde tro blir solgt videre før forholdet blir oppdaget, blir det spørsmål om den påfølgende erverver kan ekstingvere avhenders manglende rett, jf. nærmere om hjemmelmannskonflikten under pkt. 11.4.

Det oppstår særlige spørsmål dersom en omsetningsserverver og en kreditor (utleggstaker eller konkursbo) utleder konkurrerende rettigheter fra avhender. Utvalget drøfter for det første når avtaleerververs rettsvern skal anses for å ha inntrådt. For det andre drøftes om konkurrerende rettigheter med rettsvern skal prioriteres etter tidspunktet for når rettsvern oppsto, eller om det bør videreføres særregler for utlegg og konkurs.

Ved vurderingen av det første spørsmålet (rettsvernstidspunktet), er det nødvendig å sonde mellom overføring av eiendomsrett og stiftelse av begrensede rettigheter i et registrert instrument. Det er alminnelig antatt at overføring av eiendomsrett ikke kan gis rettsvern før det aktuelle formuesgodet er tilstrekkelig individualisert. Dette volder sjelden problemer i forhold til fast eiendom (er individualisert etter sin art) og løsøre (rettsvernsakten forutsetter individualisering), men det har skapt visse problemer i forhold til registrerte finansielle instrumenter. Ved overføring av slike instrumenter vil oppfyllelsen av forpliktelsen kunne skje med andre instrumenter enn de som står på selgers konto ved anmeldelse til registeret. De aktuelle instrumentene som skal tjene til oppfyllelse av forpliktelsen vil først bli identifisert på et senere tidspunkt, gjerne i forbindelse med dekningskontrollen. Det vises til utvalgets omtale i NOU 2000: 10 s. 130. Tidspunktet for når individualiseringen gir grunnlag for å anse rettsvern som oppnådd, vil bl.a. være avhengig av hvilke tekniske løsninger registeret til enhver tid velger. Departementet slutter seg derfor til utvalgets vurdering av at rettsvernstidspunktet for overføringer bør fastsettes av registeret selv, og ikke i lovtekst eller forskrift. Det er imidlertid et behov for offentlig kontroll av dette tidspunktet, siden det vil kunne berøre tredjemenns rettigheter. Etter departementets syn bør kompetansen til å godkjenne dette tidspunktet tilligge Finansdepartementet, og ikke Kredittilsynet. Løsningen legger bedre til rette for at tidspunktet fastsettes i samråd med Jusdepartementet som fagdepartementet for alminnelig tingsrett. Rettsvernstidspunktet som fastsettes av registeret for overføringer, vil etter utvalgets forslag bare gjelde i forhold til avhenders kreditorer. Etter departementets syn bør det samme rettsvernstidspunktet legges til grunn i forhold til konkurrerende omsetningsserververe, jf. overfor. Enkelte rettsstiftelser kan knyttes til individualiserte instrumenter allerede ved anmeldelsen av rettsstiftelsen. Dette er praktisk hvor rettsstiftelsen gjennomføres umiddelbart etter anmeldelsen, bl.a. fordi det ikke skal gjennomføres en dekningskontroll. Slike umiddelbare rettsstiftelser vil bl.a. være panterettigheter, utlegg og konkurs. I likhet med utvalget mener departementet at rettsvernstidspunktet i slike tilfeller bør være sammenfallende med anmeldelsestidspunktet, jf. tilsvarende løsning i tinglysningsloven § 20. Departementet legger i likhet med utvalget også til grunn at konkurs og utlegg må registreres i registeret for å oppnå rettsvern mot konkurrerende omsetningsserververe. Løsningen fraviker prinsippet i tinglysningsloven § 23 mht konkurs, men innebærer en videreføring av gjeldende rett, jf. vpsl. § 5-3. Det vises til utvalgets begrunnelse i NOU 2000: 10 s. 129 som departementet i det vesentligste slutter seg til.

Utvalget foreslår å oppheve de særskilte reglene om kreditorekstinksjon i vpsl. § 5-1 annet ledd og § 5-3 som innebærer at utleggstaker og konkursbo kan ekstingvere konkurrerende omsetningsserverver, selv om utlegg og konkurs er registrert senere enn omsetningsserververs rettighet. Samtlige

høringsinstanser slutter seg til forslaget. Departementet slutter seg også til forslaget, og viser til at gjeldende rett innebærer en vesentlig hindring for å gjennomføre løpende registrering av overføringer, eventuelt flere oppgjør om dagen. Det vises for øvrig til utvalgets begrunnelse i NOU 2000: 10 s. 129 som departementet i det vesentligste slutter seg til.

Et særlig spørsmål ved både godtroererv og kreditorekstinksjon er hvilken transaksjon som er relevant ved vurderingen av erververs rettsvern. Ved handelstransaksjoner vil instrumentene først gå fra selger til selgers megler, deretter fra selgers megler til kjøpers megler før papirene overføres fra kjøpers megler til kjøper. Transaksjonene føres inn i daglig journal som selvstendige transaksjoner. I likhet med utvalget, legger departementet til grunn at hvert enkelt ledd i utgangspunktet må regnes som separate omsetningsledd. Den konkurrerende erververen i forhold til f.eks avhenders konkursbo vil således i første omgang være avhenders megler. Dette skaper neppe problemer i forhold til rettsvernstidspunktet, i det instrumentene individualiseres for levering på det samme tidspunktet i forhold til alle tre transaksjoner. Ved vurderingen av erververs gode tro i forhold til konkurrerende erverv eller kreditorbeslag, legger departementet til grunn at erverver må være i god tro helt frem til instrumentene har gått inn på vedkommendes konto.

11.4 Hjemmelskonflikten

Utvalgets forslag

Utvalget drøfter enkelte forhold i tilknytning til hjemmelskonflikten. I likhet med gjeldende vpsl. § 5-4, foreslås at en avtalebasert rettighet ikke kan settes til side selv om det skulle vise seg at avhenderens rett ikke var i samsvar med registerets innhold. Det presiseres at erververen ikke måtte være kjent med eller burde være kjent med avhenderens manglende rett på rettsvernstidspunktet. Utvalget drøfter særlig om det bør være et vilkår for ekstinksjon at erverver bygger på den legitimasjon som fremgår av registeret, og uttaler:

«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.»

Det vises for øvrig til utkastet § 9-6 og utvalgets omtale i NOU 2000: 10 s. 132.

Videre foreslås en regel i samsvar med vpsl. § 5-5, som innebærer at utstederen av obligasjoner mv. i utgangspunktet ikke kan gjøre innsigelser gjeldende mot en omsetningsserverver som verken var eller burde vært kjent med utsteders innsigelse da han fikk rettsvern. I motsetning til gjeldende rett, foreslås å begrense ekstinksjonsretten til de tilfeller erverver selv har oppnådd rettsvern. Bestemmelsen bygger på gjeldsbrevloven §§ 15-17. Det vises for øvrig til utkastet § 9-7 og utvalgets omtale i NOU 2000: 10 s. 133 og s. 179. Utvalget foreslår også en bestemmelse om frigjørende betaling i samsvar med gjeldende vpsl. § 5-6, jf. utkastet § 9-8 og utvalgets omtale i NOU 2000: 10 s. 179.

Høringsinstansenes merknader

Justisdepartementet slutter seg til utvalgets forslag om at avtaleerververer som i god tro har fått registrert sine rettigheter, bør kunne utslukke innsigelser fra avhenders hjemmelsmenn, jf. utkastet § 9-6. Det uttales bl.a.:

«Ettersom det her dreier seg om et irregulært forhold fra As side (f.eks. en ugyldig avtale), vil det at de reelle omstendigheter i forholdet mellom H og A er synbart for B, lett medføre at man må anse B som ondtroende, slik at B ikke kan avskjære Hs rett. Også i denne sammenheng skaper det imidlertid et problem at finansielle instrumenter er fungible ytelser slik at man ikke alltid kan fastslå «hvilke» verdipapirer som reelt sett tilhører H. Etter vårt syn bør det vurderes om man også ved hjemmelskonflikter bør oppstille et krav om at erververen både har kjent til eller burde ha kjent til mangelen ved avhenderens adkomst til de aktuelle verdipapirer, og at overføringen av verdipapirene til B sannsynligvis vil fortrenge den reelle rettighetshaverens rett til å få verdipapirene tilbakeført.»

På samme måte som i dobbeltsuksessjonskonflikten, mener Justisdepartementet at erverver må anses å handle i god tro dersom vedkommende har handlet over børs eller gjennom en annen anonymisert transaksjonsform hvor motparten er ukjent.

For så vidt gjelder utvalgets drøftelse av de problemer som er knyttet til legitimasjon som vilkår for ekstinksjon, mener Justisdepartementet at det for erverver ligger en slags legitimasjon i at handelen faktisk går gjennom i verdipapirregisteret. Justisdepartementet mener for øvrig at det bør åpnes for offentlig innsyn i registeret, slik at det ikke vil oppstå problemer knyttet til å stille krav om at erverver bygde på avhenders legitimasjon.

Justisdepartementet mener for øvrig at det kan skape uklarheter at spørsmålet om hvilke innsigelser en utsteder har i behold overfor godtroende erverver, er løst gjennom en henvisning til gjeldsbrevloven §§ 15-18. Justisdepartementet mener det bør vurderes å utforme selvstendige regler om dette forholdet.

Kredittilsynet støtter forslaget om at det ikke bør gjelde et krav om at avhender fremsto som legitimert for at avtaleerverver skal kunne ekstingvere hjemmelsmannens rett. Det vises til at registeret ikke vil være offentlig, og at avhenderen ofte ikke vil ha instrumentene på konto på avtaletidspunktet uansett. For så vidt utkastet § 9-7 om utsteders innsigelser, uttaler Kredittilsynet bl.a.:

«Regelen om ekstinksjon av utsteders innsigelser må ses i sammenheng med hvilke opplysninger om det finansielle instrumenter som skal fremgå av registeret, som også erververen har innsyn i. I forslaget § 10-2 er det gitt regler om innsynsrett i registeret, mens det i forslaget § 8-1 er gitt nærmere regler om hvilke opplysninger som skal fremgå av registeret. Kredittilsynet vil peke på at det må forventes at en erverver må undersøke registeret for å kunne være i aktsom god tro. Det anses i utgangspunktet lite praktisk at undersøkelsesplikten også må omfatte andre kilder, eksempelvis utstederdokumentet. Opplysninger som fremkommer av registeret, og som er offentlig tilgjengelige, bør derfor alltid anses kjent for erververen. Opplysninger som ikke er offentlig tilgjengelige i registeret vil dermed ikke kunne gjøres gjeldende overfor erverver, med mindre han etter en konkret vurdering var eller burde vært kjent med disse.

Kredittilsynet antar for øvrig at det ikke må hefte ugyldighetsgrunner ved avtalen som kan gjøres gjeldende mot erverve for at utsteders innsigelser skal kunne ekstingveres.»

Kredittilsynet støtter utvalgets forslag til regulering av frigjørende betaling, og uttaler:

«Det finnes en tilsvarende bestemmelse i gjeldsbrevsloven § 19. Etter gjeldsbrevsloven etableres rettsvern ved at erververen får dokumentet i hende, og avhenderen fratas dermed legitimasjonen. Etter forslaget §§ 9-4, 9-1 og 9-2 vil imidlertid vern mot avhenders kreditorer eller prioritet i forhold til andre rettighetshavere kunne etableres uten at ervervet samtidig registreres på vedkommendes konto. Avhenderen vil derfor kunne være legitimert til å motta betaling med frigjørende virkning for utsteder selv etter at erververen i andre sammenhenger har oppnådd vern. En måte å løse dette problemet på kunne være å registrere en anmerkning om at utbetaling til avhenderen ikke skal skje. Imidlertid er finansielle instrumenter normalt ikke individuelt bestemt, og en slik anmerkning vil følgelig kunne skape betydelige vanskeligheter for utstederen med hensyn til hvem betalingen i stedet skal skje, samt hvem eventuelle renter på utbetalingen skal tilfalle. Alternativt kan det overlates til avhender og erverver å avtale hva som skal skje i tilfelle utsteder vil utbetale renter, foreta delinnsfrielse eller lignende.»

Departementets vurdering

Departementet slutter seg i hovedsak til utvalgets forslag. Omsetningsserverver som har fått rettsvern bør kunne ekstingvere hjemmelsmannens innsigelser dersom han på rettvernstidspunktet var i god tro mht. avhenders manglende rett. Det synes lite hensiktsmessig å oppstille et formelt krav om at avhender skal fremstå som legitimert, all den tid registeret ikke er offentlig, jf. nærmere drøftelse under kapittel 12. I likhet med Justisdepartementet, antar imidlertid departementet at det ligger en form for legitimasjon i at registeret faktisk gjennomfører transaksjonen.

Utvalget legger til grunn at utkastet § 9-6 ikke regulerer dobbeltsuksjonskonflikten, jf. NOU 2000: 10 s. 179. Departementet kan imidlertid ikke se at en slik begrensning fremgår av bestemmelsens ordlyd. Avhenders manglende rett kan følge av mangler i forhold til hjemmelsmann og som følge av et allerede foretatt salg til en suksessor, jf. tilsvarende i gjeldsbrevsloven § 14. Det foreslås at dette presiseres i lovteksten.

I samsvar med gjeldende rett, foreslås en bestemmelse om at erverver som hovedregel vil kunne ekstingvere utstедers innsigelser, dersom det gjelder «annet finansielt instrument enn egenkapitalinstrument». Bestemmelsen bygger på tilsvarende bestemmelser i gjeldsbrevloven. Departementet slutter seg i hovedsak til utvalgets forslag. Departementet kan ikke se at henvisningen til gjeldsbrevloven vil skape uklarheter av en slik art at det er nødvendig å eksplisitt nevne de innsigelser som ikke vil kunne ekstingveres ved godtro-erhverv.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag til regulering av frigjørende betaling, jf. utkastet § 9-8. Bestemmelsen er en videreføring av gjeldende rett, jf. vpsl. § 5-6. Det vises til utvalgets omtale i NOU 2000: 10 s. 179. Departementet ser ikke tilstrekkelig grunn til å foreslå særlige regler for det problemet Kredittilsynet peker på. I utgangspunktet vil det være den materielt berettigede som skal motta renter og utbytte mv. I enkelte tilfeller vil utsteder kunne utbetale renter og utbytte mv. til feil person, siden avhenderen vil fremstå som legitimert. Normalt vil det være VPS som foretar slike utbetalinger på vegne av debitor, og departementet legger til grunn at VPS selv bør sørge for å ha rutiner som reduserer risikoen for at det utbetales til feil person. I den grad slike rutiner svikter, bør imidlertid utsteder slippe å utbetale en gang til. Den materielt berettigede vil i såfall kunne rette eventuelle krav mot avhender (som feilaktig mottok utbetalingen) eller VPS, dersom de alminnelige vilkår for dette er til stede.

12 Taushetsplikt og innsynsrett

12.1 Gjeldende rett

Det er i vpsl. § 2-14 og § 2-15 gitt regler om taushetsplikt og innsynsrett.

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. Dette medfører at både ansatte og medlemmer av VPS' styrende organer er underlagt lovbestemt taushetsplikt. Det gjelder et unntak for de tilfeller der de etter verdipapirsentralloven eller en annen lov har plikt til å gi opplysninger.

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. Kredittilsynet, Oslo Børs og skattemyndighetene er blant de institusjoner som har krav på opplysninger med hjemmel i denne bestemmelsen.

Departementet er gitt hjemmel til å gi nærmere regler om innsyn i VPS' registre, jf. vpsl. § 2-15 tredje ledd. Kompetansen er benyttet til å gi 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.

Verdipapirsentralen tolker taushetspliktsbestemmelsen til ikke å omfatte opplysninger på aggregert nivå og opplysninger som er «allment tilgjengelige».

12.2 Utvalgets forslag

Utvalget mener 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 etter utvalgets syn gjelde også etter at de har avsluttet sitt verv eller etter at ansettelsesforholdet er opphørt. Taushetsplikten foreslås utvidet til å gjelde de som utfører arbeid eller oppdrag på vegne av et verdipapirregister, selv om vedkommende ikke er ansatt der, idet verdipapirregistrene vil kunne ha behov for å benytte ekstern kompetanse. Utvalget viser til at tilsvarende regler er gitt i verdipapirhandelloven § 9-8 og finansieringsvirksomhetsloven § 3-14.

Etter utvalgets syn bør taushetsplikten gjelde alle opplysninger som kan spores til en bestemt person eller institusjon og som vedkommende ikke har gitt samtykke til offentliggjøring av.

Utvalget viser til at taushetsplikten etter gjeldende regler ikke er 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. Bl.a. 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. Utvalget foreslår ingen endringer i forhold til gjeldende rett når det gjelder disse begrensningene i taushetsplikten.

Etter utvalgets forslag må unntak fra taushetsplikten følge av lov eller bestemmelse gitt med hjemmel i lov. Dette vil etter forslaget ikke være til hinder for at det gis samtykke til at registeret utleverer opplysninger, for eksempel i forbindelse med et samarbeid med annet verdipapirregister eller oppgjørssystem.

Utvalget foreslår at opplysninger som etter lov, forskrift eller registerets utfyllende regler skal registreres om utstederne skal være offentlige. Utvalget foreslår videre at panthavere og innehavere av andre rettigheter skal ha rett til innsyn i de opplysninger som kan ha betydning for deres egne rettigheter. Utvalget har vurdert om obligasjonsutstederne skal gis rett til innsyn om hvem som er vedkommendes långivere, og foreslår at slikt innsyn gis. Det heter om dette bl.a. (NOU 2000: 10 s. 141):

«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 utstederne.

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 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. forvaltnings-selskapets 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 vurderer hvorvidt det bør være allment innsyn i eierforholdene til visse obligasjoner, på samme måte som det gjelder regler om allment innsyn i aksjeeierregisteret. Utvalget mener imidlertid det ikke bør innføres en slik allmenn innsynsrett. Det vises til at innsynsretten ikke vil kunne omfatte ikke-registrerte lån (f.eks ordinære banklån), selv om slike långivere ofte vil kunne ha en større reell innflytelse i selskapet enn obligasjonseiere. Innsynsrett om eierforholdene i registrerte obligasjoner kan derfor gi et galt inntrykk av den reelle innflytelse långivere har i selskapet. Utvalget viser videre til at slik innsynsrett ikke er gitt i verken Sverige, Danmark eller Finland.

Utvalget viser til at dersom noen med hjemmel i lov har krav på opplysninger i sitt arbeide og opplysningene finnes i VPS' registre, kan det etter gjeldende rett kreves at VPS stiller opplysningene til rådighet uten hinder av taushetsplikten, jf. vpsl. § 2-15 annet ledd. 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. Utvalget foreslår en videreføring av gjeldende rett på dette punkt.

Utvalget foreslår at et verdipapirregister i utgangspunktet skal kunne kreve vederlag for utlevering av opplysning, men at dette ikke skal gjelde ved utlevering av opplysninger som offentlig myndighet har krav på i medhold av lov eller forskrift.

12.3 Høringsinstansenes merknader

Justisdepartementet går i mot utvalgets forslag om å videreføre hovedtrekkene i gjeldende regler om taushetsplikt og innsyn, og mener det bør åpnes for offentlig innsyn i verdipapirregistrene. Justisdepartementet uttaler i den sammenheng:

«Et verdipapirregister er etter sin natur et *offentlig rettighetsregister*. Hovedformålet med registeret er å fastslå de registrerte rettighetshaveres rett til finansielle instrumenter i *forhold til andre rettighetshavere* samt rettighetshavernes alminnelige kreditorer. Man kan derfor ikke legge ensidig vekt på hensynet til rettighetshavernes personvern. Justisdepartementet viser i den sammenheng til at andre tilsvarende rettighetsregistre er åpne for alminnelig innsyn. Det gjelder registrene for fast eiendom, skip, luftfartøyer osv. Også de fleste av de registrene som hører under Brønnøysundregistrene, er åpne for offentlig tilsyn.

Etter det Justisdepartementet kan se er de opplysninger som er registrert i Verdipapirsentralen av relativt lite sensitiv natur, slik at personvern hensyn uansett har begrenset vekt. Dette legges også til grunn i forarbeidene til gjeldende verdipapirsentrallov, jf. Ot.prp. nr. 83 (1984-85) s. 43.

Det finnes grupper med særlig behov for innsyn som ikke har det etter gjeldende rett. Således har en kontohavers alminnelige kreditorer uten kontohavers samtykke ikke mulighet til å skaffe seg oversikt

over i hvilken grad det er registrert utleggspant eller andre heftelser på kontoen.

Justisdepartementet antar for øvrig at det vil kunne føre til en mer effektiv drift av verdipapirregistre at disse underlegges offentlig innsyn, fordi registeret da vil slippe å vurdere søknader om innsyn fra offentlige instanser eller private aktører som mener at de har en særskilt rett til innsyn. Justisdepartementet er ellers åpen for at verdipapirregistre i rimelig utstrekning kan ta betalt for innsyn i registeret, jf. utvalgets forslag til ny verdipapirregisterlov § 10-3.

I den grad det unntaksvis er særlige opplysninger som allmennheten ikke bør ha innsyn i, kan det løses ved å gjøre unntak fra den alminnelige innsynsretten på det aktuelle området. At det foreligger visse former for informasjon som ikke bør offentliggjøres, er intet argument for at det generelt sett ikke skal være alminnelig innsynsrett. Justisdepartementet antar for øvrig at ansatte i registeret normalt bør ha taushetsplikt om opplysninger som de mottar fra kontoinnehavere eller andre som ikke kommer til uttrykk i registeret.»

Verdipapirsentralen (VPS) støtter utvalgets forslag om å videreføre en generell taushetsplikt for ansatte og tillitsmenn i et verdipapirregister. VPS går imidlertid i mot å videreføre unntaksbestemmelsen i vpsl. § 2-15 annet ledd (unntak for noen som i sitt arbeid har lovbestemt krav på opplysninger), og uttaler:

«Etter VPS mening vil en være tjent med en klar regel om at opplysningene bare kan utleveres når den som krever opplysningene har hjemmel til å kreve opplysningene fra verdipapirregisteret. Det fremgår av motivene at regelen er ment å rette seg mot det offentliges kontrolloppgaver, men dette er ikke gjenspeilet i lovteksten. Når det gjelder det offentliges kontroll, er vår erfaring at de som har behov for opplysninger fra VPS som regel også har hjemmel til å kreve dem direkte fra VPS. For det offentliges kontrollmulighet vil en fjerning av bestemmelsen sannsynligvis ha minimal betydning, men det ville gi en klarere innsynsregel og bedre oversikt over hvem som kan kreve innsyn. Særlig i forhold til internasjonale investorer og samarbeidsparter er det viktig at reglene om hvem som kan kreve innsyn er så klare som mulig.»

Norges Bank støtter utvalgets forslag om å videreføre hovedtrekkene i gjeldende regler om taushetsplikt og innsynsrett, men ber om en nærmere presisering i loven av hvem som har innsynsrett. *Norsk Oppgjørssentral* (NOS) fremhever også behovet oppgjørssentraler og oppgjørssystemer har for innsyn, og viser til at slike institusjoner selv er underlagt taushetsplikt. *Statistisk sentralbyrå* (SSB) viser til forslaget om at noen med hjemmel i særlov kan kreve innsyn i registeret, og varsler i den sammenheng et forslag om endring av statistikkloven:

«SSB mener at dersom forslaget fra utvalget får gjennomslag, vil det kanskje bli nødvendig å endre statistikklovens bestemmelser om innhentning av opplysninger fra administrative registre fra statlige organer og landsomfattende kommunale organisasjoner, § 3-2. Vi kommer dermed tilbake til forslag til endringer i statistikkloven som gjør at SSB kan kreve å få tilgang til individualopplysninger vederlagsfritt, ikke bare fra statlige administrative registre, men også halvstatlige og private organer som får konsesjon for å drive verdipapirregistre eller andre tilsynsoppgaver.»

Datatilsynet viser til at lov om behandling av personopplysninger vil få anvendelse ved behandlingen av opplysninger i verdipapirregistre, med mindre annet følger av særlov.

Norges Bank går i mot utvalgets forslag om å gi obligasjonseiere innsyn i hvem som eier de obligasjoner de har utstedt, og uttaler:

«Slikt innsyn er ikke vanligvis praksis i det internasjonale markedet, og etter Norges Banks syn er det ikke behov for en slik lovfastsatt utvidelse. Et eventuelt ønske fra utsteder om innsyn i eierskapet av selskapets obligasjoner kan etter Norges Banks mening avtales privatrettslig i låneavtalen mellom utsteder og investorene, og hensyntas i det aktuelle verdipapirregister.»

Finansnæringens Hovedorganisasjon (FNH) går også imot utvalgets forslag om å gi obligasjonsutstedere innsynsrett i hvem som eier obligasjoner. Det hevdes at forslaget ikke er tilstrekkelig utredet, og det vises for øvrig til at slik innsynsrett ikke er vanlig internasjonalt. FNH fremhever videre at utstедers behov for informasjon kan løses uten at utsteder gis innsyn, bl.a. ved bruk av tillitsmann eller registeret selv. *Norges Fondsmeglerforbund* gir uttrykk for tilsvarende synspunkter. Videre går *NOSi* mot utvalgets forslag om innsynsrett for obligasjonsutstedere, og uttaler:

«De fleste obligasjonsinnehavere er institusjonelle investorer som anvender obligasjoner som rene kapitalplasseringer uten tanke på innflytelse i det aktuelle selskapet. Slik innflytelse oppnås gjennom aksjeeie. I den grad långivere likevel ønsker å oppnå innflytelse på det aktuelle selskapet, vil de likevel gi seg til kjenne. En regel som den foreslåtte er ikke vanlig i det internasjonale markedet, og synes å være en ytterligere kompliserende faktor for det norske verdipapirmarkedet uten at det kan fremføres noen særskilt begrunnelse for en slik lovfastsettelse. I den grad det kan være praktiske behov som tilsier at en utsteder ønsker slikt innsyn, kan dette avtales for det enkelte lån.»

Kredittilsynet støtter forslaget om alminnelig innsynsrett i opplysninger om utstedere, men mener at registeret ikke bør kunne begrense denne innsynsretten i sine regler, jf. utkastet § 10-2 sjette ledd.

Nærings- og handelsdepartementet støtter hovedkonklusjonene i utvalgets forslag, men mener det bør være en alminnelig innsynsrett rundt eierforholdene til visse obligasjoner utstedt av norske selskaper. Det vises til premisene i utvalgets drøftelse av spørsmålet, jf. NOU 2000: 10 pkt. 19.3.3.5.

12.4 Departementets vurdering

Det bør etter departementets syn innledningsvis tas stilling til om det bør gjelde begrensinger i innsynsretten i verdipapirregistre. I rettsvernregistre for fast eiendom, skip og luftfartøy gjelder en alminnelig innsynsrett. Justisdepartementet mener at tilsvarende utgangspunkt bør gjelde i forhold til verdipapirregistre.

I forarbeidene til gjeldende vpsl. § 2-15 vises til at behovet for allment innsyn i Verdipapirsentralen ikke er det samme som behovet for innsyn i andre rettsvernsregistre. Det uttales bl.a. i Ot.prp. nr. 83 (1984-85) s. 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.»

I likhet med utvalget mener departementet at et slikt synspunkt fortsatt har en viss relevans, særlig i forholdet mellom konkurrerende omsetningsserververe. Departementet vil imidlertid ikke utelukke at dobbeltsalg av aksjer er mulig, siden salgstidspunkt i prinsippet vil ligge forut for rettvernstidspunktet. Innsyn på investorkonto vil imidlertid ikke avhjelpe risikoen for dette, siden avtaleforpliktelsen vil kunne oppfylles med andre aksjer enn de som finnes på konto på avtaletidspunktet, og som f.eks vil kunne være på vei inn til selgers konto. Legitimasjonsvirkningene av innsyn på investorkonto vil således være begrenset. Justisdepartementet fremhever særlig at innsyn vil kunne være aktuelt for kreditorer. Det er imidlertid et alminnelig tingsrettslig prinsipp at kreditor ikke vil kunne påberope seg debtors legitimasjon som grunnlag for ekstinksjon. Etter departementets syn vil derfor innsynsrett i debtors investorkonto ha begrenset rettslig relevans for kreditor. Dersom f.eks kreditor gir et lån i tillit til opplysninger på investorkonto om at debitor er eier av 1 million aksjer, vil ikke kreditor kunne ta beslag i aksjene under henvisning til dette, hvis det siden skulle vise seg at aksjene i realiteten tilhørte en annen.

For øvrig vil en innsynsrett på investorkonti kunne ha konkurransemessige konsekvenser det er vanskelig å overskue konsekvensene av. For det første kan det ha vesentlige konsekvenser for konkurransen mellom aktørene i finansmarkedet, dersom aktørene til enhver tid vil kunne ha innsyn i hva de andre aktørene faktisk eier. I tillegg til å se hvem som eier enkeltposter i et foretak (som allerede følger av den allmenne innsynsretten i aksjeeierregisteret), vil andre investorer kunne få innsyn i den enkelte investors totale eierbeholdning. Et slikt innsyn vil eksempelvis gå vesentlig lenger enn innsynsretten i grunnboken for fast eiendom, hvor bare eierforholdene til den enkelte eiendom fremgår. Grunnboken kan i så måte sammenlignes med aksjeeierregisteret, som fortsatt skal være åpent for offentlig innsyn, jf. allmennaksjeloven § 4-5. For det andre vil allmenn innsynsrett på investorkonti kunne ha negative konsekvenser for konkurranseevnen til det norske finansmarkedet som sådan, siden dette ville gått vesentlig lenger enn det som er vanlig internasjonalt.

Etter en helhetsvurdering slutter derfor departementet seg til utvalgets forslag om å videreføre gjeldende utgangspunkt om begrenset innsynsrett i verdipapirregistre.

Når det gjelder taushetspliktens omfang, slutter departementet seg til utvalgets forslag om at ansatte, tillitsvalgte og revisor i verdipapirregistre bør ha plikt til å hindre at noen får adgang eller kjennskap til det som de i sitt arbeid får vite om noens forretningsmessige eller personlige forhold. Taushetsplikten bør også gjelde etter at arbeidsforholdet mv. er avsluttet. Det vises for øvrig til utvalgets omtale i NOU 2000: 10 s. 179-180 som departementet i hovedsak slutter seg til. Departementet kan ikke se behov for ytterligere presiseringer i lovteksten av taushetspliktens omfang.

Departementet kan ikke se at utvalget drøfter hvorvidt taushetsplikten bør gjelde i forhold til verdipapirregisterets interne forhold. Etter departementets

syn bør ikke taushetsplikt om indre forhold lovfestes, siden registeret selv står nærmest til å regulere dette i avtaler med sine ansatte mv. En tilsvarende løsning gjelder for verdipapirfond, verdipapirforetak, oppgjørssentraler, forsikringsselskap, børser og autoriserte markedsplasser, jf. nærmere omtale i Ot.prp. nr. 73 (1999-2000) om lov om børsvirksomhet s. 98-99.

Et annet spørsmål er hvilke unntak som skal gjelde fra taushetsplikten, dvs. hvem som skal kunne kreve innsyn i de opplysninger som finnes i registeret. For det første oppstår spørsmålet om obligasjonsutstedere bør ha innsyn i hvem som eier de utstedte obligasjonene. Utvalget foreslår en slik innsynsrett under henvisning til de praktiske fordeler en slik innsynsrett vil kunne ha for obligasjonsutstedere, bl.a. i forbindelse med rentebetalinger og forhandlinger om tilbakekjøp. Flere høringsinstanser mener imidlertid at utsteder kan oppnå kontakt med obligasjonseierne ved andre måter enn ved innsyn, bl.a. ved bruk av tillitsmenn eller registeret selv. Eventuelle fordeler ved innsynsretten må avveies mot eventuelle ulemper. Departementet vil i den sammenheng fremheve utvalgets opplysning om at enkelte investorer ikke vil ønske å ha direkte kontakt med utsteder, og at innsynsrett i egen kreditor-masse vil kunne gi utsteder et visst konkurransefortrinn i forhold til andre markedsaktører. Flere høringsinstanser fremhever også at en slik innsynsrett ikke er vanlig internasjonalt, og at det således vil kunne virke negativt for konkurranseevnen til det norske verdipapirmarkedet. Etter departementets syn har ikke utvalget i tilstrekkelig grad redegjort for konsekvensene av å åpne for en utvidet innsynsrett for obligasjonsutstedere. Det er derfor vanskelig å vurdere om mulige fordeler ved en slik innsynsrett oppveies av mulige ulemper. Departementet kan for øvrig ikke se at sammenligningen med bilaterale lån eller verdipapirfondsandeler er særlig relevant, siden den sentrale egenskap ved obligasjoner er deres omsettelighet. Verken bilaterale lån eller verdipapirfondsandeler er gjenstand for omsetning i samme grad som obligasjoner. Investors forutsetning om omsettelighet kan således tilsi at innsynsretten obligasjonsutsteder har overfor obligasjonseierne er snevrere enn innsynsretten debitor har overfor långiver i et bilateralt lån eller innsynsretten forvaltnings-selskapet har overfor innehaver av en verdipapirfondsandel. Departementet vil på denne bakgrunn ikke gå inn for en utvidet innsynsrett for obligasjonsutsteder som foreslått av utvalget. I samsvar med utvalgets vurdering, vil departementet heller ikke gå inn for en generell innsynsrett i eierforholdene til visse obligasjoner.

For øvrig slutter departementet seg til hovedtrekkene i utvalgets øvrige forslag til unntak fra taushetsplikten. Dette innebærer at faste opplysninger om utstederne bør være offentlig tilgjengelig, og at innehavere av begrensede rettigheter i samsvar med gjeldende rett bør ha innsyn i de opplysninger som kan ha betydning for deres egne rettigheter. Hvilke opplysninger som vil ha slik betydning vil bero på en konkret vurdering. Det vises i den anledning til utvalgets omtale i NOU 2000: 10 s. 180 som departementet slutter seg til. Departementet kan for øvrig ikke se særskilte grunner til at registeret i sine egne regler skal kunne begrense innsynsretten. Det vises i den forbindelse til Kredittilsynets høringsuttalelse. Et viktig unntak gjelder imidlertid de tilfeller hvor noen med hjemmel i lov har krav på registrerte opplysninger. Utvalget foreslår i samsvar med gjeldende rett at de som har krav på slike opplysninger

i sitt arbeid skal få innsyn, uavhengig av om særloven gir eksplisitt hjemmel til å kreve opplysningene fra verdipapirregisteret. Departementet slutter seg til dette, og vil ikke foreslå en slik innskrenkning i innsynsretten som foreslått av VPS. Dersom innsyn gjøres avhengig av en eksplisitt henvisning til VPS i særlov, kreves en uttømmende gjennomgang av mulige innsynshjemler i særlov. Verken utvalget eller høringsinstansene har foretatt en slik gjennomgang, og en risikerer dermed at en innsnevring får utilsiktede virkninger. Bestemmelsen vil få særlig betydning for institusjoner med tilsyns- og kontrolloppgaver, men er ikke begrenset til slike. Det vises for øvrig til utvalgets omtale i NOU 2000: 10 s. 140 og s. 180-181 som departementet i hovedsak slutter seg til. For øvrig kan ikke departementet se at det er grunn til å begrense innsynsretten til personer som har bruk for opplysningene «i sitt arbeid». En slik begrensning bør i såfall følge av særloven som eventuelt gir hjemmel til innsyn.

Departementet slutter seg til utvalgets forslag om at verdipapirregistre skal kunne kreve vederlag for utlevering av opplysninger, med mindre det dreier seg om opplysninger offentlige myndigheter har krav på etter lov eller forskrift. Det vises til utvalgets omtale i NOU 2000: 10 s. 181 som departementet i hovedsak slutter seg til.

13 Erstatningsansvar

13.1 Gjeldende rett

Det følger av vpsl. § 7-1 at VPS uten hensyn til skyld er erstatningspliktig for tap som følge av feil i forbindelse med registrering, endring eller sletting av en rettighet. Dette innebærer at VPS hefter på objektivt grunnlag, og at VPS hefter utad uavhengig av hvor i systemet feilen har oppstått. VPS vil imidlertid kunne søke regress hos skadevolder, jf. annet ledd. Det følger videre av vpsl. § 7-1 at erstatningen kan nedsettes eller bortfalle dersom skadelidte forsettlig eller uaktsomt selv har forårsaket eller medvirket til feilen.

Utvalget har gjort nærmere rede for gjeldende norsk, svensk og dansk rett i NOU 2000: 10 s. 143-144.

13.2 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår at registeret i samsvar med gjeldende rett fortsatt skal være ansvarssubjekt, uavhengig av hvor i systemet feilen har oppstått, jf. utvalgets drøftelse i NOU 2000: 10 s. 144-145. Det foreslås ingen særregler om regress.

Utvalget foreslår at ulike *ansvarsgrunnlag* skal gjelde for ulike forhold. For det første foreslås et objektivt ansvar for økonomisk tap som følger 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 om prioritet. Det er noe uklart hvorvidt angivelsen av hva som vil falle inn under det objektive ansvaret etter utvalgets forslag er ment å være uttømmende. For det andre foreslås et «kontrollansvar» (objektivt ansvar med visse unntak) for økonomisk tap som følge av driftsavbrudd eller andre forstyrrelser i registerets virksomhet. Registeret vil ikke være ansvarlig dersom det kan godtgjøre 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 følgene av avbruddet mv. For det tredje foreslås at registeret skal være ansvarlig for økonomiske tap som skyldes andre forhold, dersom registeret har utvist uaktsomhet. Utvalgets forslag er nærmere begrunnet i NOU 2000: 10 s. 145-146.

Utvalget drøfter om det bør gjelde en *øvre beløpsgrense* for registerets erstatningsansvar. Utvalget drøfter hensyn for og i mot en slik grense, og uttaler bl.a. (NOU 2000: 10 s. 146-147):

«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 registreringsordning 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.»

Utvalget konkluderer med at det bør gjelde en beløpsgrense på 500 millioner kroner for samme feil. Det foreslås at begrensningen lovfestes. Det legges til grunn at begrensningen ikke skal gjelde dersom tapet skyldes uaktsomhet fra registerets side.

Utvalget drøfter om ansvaret bør *begrenses til å omfatte skadelidtes direkte tap*, med mindre tapet skyldes registerets forsett eller grov uaktsomhet, jf. utkastet § 11-2. Det vises til at det gjelder en slik begrensning i svensk rett og i finansavtaleloven. Utvalget mener en tilsvarende begrensning bør gjelde i erstatningsplikten til norske verdipapirregistre, og uttaler (NOU 2000: 10 s. 148):

«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.»

Utvalget foreslår at registerets erstatningsansvar til enhver tid skal være dekket av en *forsikring eller annen garantistillelse* til fordel for tredjemann som er godkjent av Kredittilsynet, jf. utkastet § 11-3.

Videre går utvalget inn for å videreføre gjeldende regel om *lempling* av erstatningssummen dersom skadelidte forsettlig eller uaktsomt har forårsaket eller medvirket til skaden, jf. utkastet § 11-4. Det understrekes at regelen må suppleres av alminnelige erstatningsrettslige regler.

Når det gjelder den nærmere *behandling av erstatningssaker*, mener utvalget at erstatningskrav i samsvar med gjeldende rett fortsatt bør behandles etter reglene om klagebehandling, jf. utkastet § 11-5 og § 11-6. Utvalget foreslår at erstatningskravet skal fremsettes overfor registeret.

13.3 Høringsinstansenes merknader

Verdipapirsentralen (VPS) mener utvalgets forslag om tre alternative ansvarsgrunnlag gir unødig uoversiktlige og kompliserte regler. VPS mener det bør innføres et kontrollansvar for feil i forbindelse med registreringshandlinger, og at det for tap som ikke har sammenheng med slik virksomhet skal gjelde et vanlig uaktsomhetsansvar. VPS uttaler i den sammenheng:

«Kontrollansvaret vil i realiteten være et tilnærmet objektivt ansvar, dog slik at verdipapirregistrene ikke svarer for tap som det kan bevise at skyldes forhold som ligger utenfor deres kontrollsfære. Svenske verdipapirregistre er i utgangspunktet underlagt et kontrollansvar. Kontrollansvar er dessuten i samsvar med det ansvar som andre næringsdrivende selskaper har i kraft av kjøpsloven eller håndverkertjenesteloven. Slik loven nå er formulert, vil verdipapirregistrene ha ansvar også for feil som det vil være umulig for registeret eller dets representanter å kontrollere, og dette virker for oss noe hardt. Dette har for øvrig utvalget delvis tatt konsekvensene av i § 11-1 siste ledd, ved at verdipapirregisteret kun svarer for egen uaktsomhet der registerets innhold ikke stemmer med de reelle rettsforhold, en regel vi for øvrig støtter. Dessuten har utvalget foreslått kontrollansvar i visse tilfeller. VPS kan vanskelig se at et det vil være mer nærliggende å ha kontrollansvar som ansvarsgrunnlag når det gjelder driftsavbrudd og andre driftsforstyrrelser enn ved andre typer feil. Valget av kontrollansvar vil også gi klarere linjer mellom ansvarsgrunnlagene i forslaget § 11-1 første og annet ledd, som nå later til å overlape hverandre noe.

Utvalget har ved valg av ansvarsgrunnlag har lagt vekt på at det kan være vanskelig for investor å påvise uaktsomhet hos den vedkommende mener er ansvarlig. Ved et kontrollansvar vil bevisbyrden påligge registeret, slik at skadelidte får erstatning dersom registeret ikke kan bevise at tapet skyldes forhold utenfor registerets kontroll. Utvalgets synspunkt om at investor ikke har valgfrihet når det gjelder verdipapirregister, vil for øvrig svekkes ved etablering av flere verdipapirregistre som er forbundet med linker. I så tilfelle har både utsteder og investor valgfrihet når det gjelder hvilke verdipapirregister de ønsker å opprette et forretningsforhold til. Vi nevner også at utvalget nevner at det kan virke urimelig om et register må bære risikoen for at den skadevoldende markedsaktør går konkurs, men at det må være nærmere til å bære risikoen for dette enn en skadelidt, da registeret selv velger hvem det vil bruke som registreringsmedhjelper. Vi nevner at denne friheten ikke er absolutt ettersom verdipapirregistrenes regler skal godkjennes av Kredittilsynet. Dersom verdipapirregistrene har et reelt valg når det gjelder bruk av registreringsmedhjelpere er dette et argument i retning av at også disses feil faller inn under et registers kontrollsfære.

Dersom Finansdepartementet likevel skulle komme til at verdipapirregistrene som et utgangspunkt skal ha et objektivt ansvar, foreslår vi at det tas inn visse presiseringer av i hvilke tilfeller det objektive ansvar skal gjelde, ettersom det nå kan fortone seg noe uklart hva som regnes som «feil i registeret».

Etter VPS' mening er det mest hensiktsmessig å videreføre uttrykket «feil i forbindelse med registrering, endring eller sletting av en rettighet» som benyttes i dagens vpslov. Slik det står nå, vil ordlyden kunne tolkes slik at erstatningsansvaret utvides i forhold til det som følger av gjeldende rett. Dette kan neppe ha vært utvalgets mening, og vil neppe heller gi anvisning på en heldig løsning.

Vi nevner for øvrig at forholdet mellom ansvarsgrunnlagene i første og annet ledd kan synes noe uklart, ettersom enkelte tap etter lovens ordlyd vil kunne henføres under begge alternativer. F.eks. vil det at det er streik i et register kunne medføre at nødvendig vedlikehold ikke kan foretas, slik at det oppstår feil i registeret. VPS anser det ønskelig at det presiseres at kontrollansvaret for tap som noen påføres som følge av driftsavbrudd og andre forstyrrelser i registerets virksomhet går foran ansvaret etter første ledd der disse overlapper hverandre.

Det bør også være slik at det objektive ansvaret for tap som skyldes feil i informasjon som nevnt i utkastets § 8-1 kun gjelder der den utleverte informasjonen ikke overensstemmer med den registrerte informasjonen. Dersom de registrerte opplysninger er gale, vil det være naturlig å anse det som «feil registrert». For øvrig bør det avgrenses mot feil informasjon registrert om det enkelte ISIN. Den vanlige tolkningen av gjeldene vpslov er at feil ved utlevering av slike opplysninger ikke er omfattet av det objektive ansvaret. Verdipapirregistrene har for øvrig ikke mulighet til å kontrollere om utstederne anmelder selskaps hendelser til registrering. Det har hendt at et selskap skulle bli erstatningsansvarlig som følge av dette. Denne typen informasjon vil for øvrig investorer og andre interesserte kunne finne også andre steder, typisk i foretaksregisteret, prospekter e.l.»

VPS støtter utvalgets forslag om begrensninger i erstatningsansvaret, både i relasjon til beløpets størrelse og i relasjon til indirekte tap.

Justisdepartementet støtter i hovedsak utvalgets forslag, men reiser spørsmål ved om en rettighetshaver hvis rettigheter blir ekstingvert etter utkastets § 9-6 (mangler ved avhenderens rett) bør kunne kreve erstatning på objektivt grunnlag. Justisdepartementet uttaler i den sammenheng:

«Etter utvalgets forslag vil en godtroende erverver alltid vinne rett overfor innsigelser fra avhenderens hjemmelsmann, jf. utkastet til ny verdipapirregisterlov § 9-6 og gjeldende verdipapirsentrallov § 5-4. Regelen for finansielle instrumenter skiller seg på dette punktet fra regler om fast eiendom, der hjemmelsmannen alltid kan gjøre gjeldene innsigelser om at en rettsstiftelse er ugyldig på grunn av falsk, grov tvang eller at den berettigede er mindreårig, jf. tinglysningsloven § 27. Justisdepartementet er enig i at hensynet til sikker omsetning av verdipapirer tilsier at enhver innsigelse utslukkes i forhold til godtroende erververe. Derimot kan det spørres om den som mister sin rett på grunn av en eller flere unntak som nevnt i tinglysningsloven § 27, bør kunne kreve erstatning av registeret. Etter utkast til ny verdipapirregisterlov § 11-1 vil slike registreringer antakelig ikke regnes som «feil» dersom registeret ikke hadde noen grunn til å forstå at transaksjonene var ugyldig. En rettighetshaver vil vanskelig kunne beskytte seg mot rettighetstap på grunn av grov tvang eller falsk, slik at det kan være mindre rimelig at vedkommende alene skal bære tapet i slike tilfeller. Det kan også være problematisk å forsikre seg mot en slik risiko. Dersom rettighetshaveren kan kreve erstatning av registeret uavhengig av om dette har utvist feil, vil dette uforskyldte tapet i realiteten spres på alle brukerne av registeret i form av litt høyere gebyrer. En slik løsning får altså reelt sett preg av en tvungen forsikring. Vi foreslår at man vurderer å innføre en slik regel.»

Videre reiser Justisdepartementet spørsmål ved om ikke beløpsbegrensningen bør knyttes til en størrelse som justeres i takt med inflasjonen, slik at beløpet over tid ikke blir urimelig lavt.

Norges Fondsmeglerforbund går i mot forslaget om å innføre tre ulike ansvarsgrunnlag. Fondsmeglerforbundet mener det vil være tilstrekkelig å bare operere med et kontrollansvar, og uttaler:

«Gjennom Forbundets arbeid med ansvarsgrunnlag for Oslo Børs, jfr medlemsavtalen, VPS, jfr tilknytningsavtalen (sic) har vi anført og fått gjennomslag for et kontrollansvar. Dette synes mest i samsvar med den rettsutviklingen vi ellers har sett f.eks innenfor kjøpsretten. Det er

derfor vår oppfatning at det vil være mest naturlig å lovfeste et kontrollansvar for verdipapirregistrene for så vidt gjelder selve verdipapirregistreringsvirksomheten, dvs. feil i forbindelse med registrering, endring eller sletting av en rettighet. Vi viser til at kontrollansvaret er et tilnærmet objektivt ansvar, dog slik at verdipapirregistrene ikke svarer for tap som de kan bevise at skyldes forhold som ligger utenfor deres kontrollsfære. I andre relasjoner bør det også legges til grunn et kontrollansvar, men dette vil gjerne kunne nedfelles i de avtaler som inngås mellom registeret og dets brukere, eventuelt i registerets forretningsvilkår. Vi finner det uheldig å operere med tre forskjellige ansvarsgrunnlag, ikke minst fordi det vil kunne oppstå usikkerhet omkring hva som faller innenfor det ene eller andre grunnlag.»

13.4 Departementets vurdering

Etter departementets syn er registeret nærmere enn skadelidte til å identifisere hvor feilen er oppstått. Det synes derfor naturlig at erstatningskrav rettes mot registeret, uavhengig av hvor feilen faktisk har oppstått. Departementet slutter seg derfor til utvalgets forslag til regulering av ansvarssubjektet. Forslaget innebærer for eksempel at en investor vil kunne rette sitt erstatningskrav mot registeret, selv om feilen er begått av en kontofører. Registeret vil imidlertid kunne søke regress hos den faktiske skadevolder.

Utvalgets forslag om å lovfeste tre ulike ansvarsgrunnlag fremstår etter departementets vurdering som unødig komplisert. Det er etter departementets syn ikke nødvendig å skille mellom et objektivt ansvar og et kontrollansvar (objektivt ansvar med visse unntak). Etter departementets syn bør det gjelde et generelt kontrollansvar for all virksomhet som skjer i tilknytning til registreringsvirksomheten, slik at ovennevnte skille ikke vil måtte foretas. Departementet viser til at de handlinger som etter utvalgets forslag skal omfattes av et objektivt ansvar, normalt vil være handlinger som uansett er innenfor registerets kontrollsfære. Dette gjelder bl.a. registrering av opplysninger som ikke stemmer overens med det som er anmeldt, og registrering av anmeldelse foretatt av noen som ikke er berettiget. Departementets forslag innebærer derfor i liten grad en realitetsendring i forhold til utvalgets forslag.

Departementet slutter seg i hovedsak til utvalgets drøftelse av hva som skal anses å ligge innenfor eller utenfor registerets kontroll. Utvalget legger eksempelvis til grunn at tap som følge av at registerets innhold ikke stemmer overens med de reelle rettsforhold bare skal kunne kreves erstattet av registeret i den grad registeret kan klandres for feilregistreringen. I likhet med utvalget finner departementet at et slikt forhold faller utenfor registerets kontrollsfære, og at det bare bør gjelde et skyldansvar i slike tilfeller. Det er etter departementets syn verken nødvendig eller hensiktsmessig å presisere dette i lovteksten. For øvrig presiseres at registerets kontrollansvar også omfatter feil hos eventuelle kontraktsmedhjelpere (som f.eks. kontoførere), i den grad feilen skjer i tilknytning til registreringsvirksomheten og er innenfor registerets kontroll.

Når det gjelder det nærmere omfanget av kontrollansvaret, vil departementet foreslå enkelte endringer i forhold til utvalgets forslag. Utvalget foreslo en positiv oppregning av de situasjoner som skulle omfattes av kontrollansvaret (driftsavbrudd mv.). Etter departementets syn er en slik løsning lite

hensiktsmessig, siden det vil kunne oppstå vanskelige avgrensningsspørsmål. Det foreslås derfor at kontrollansvaret generelt bør gjelde *feil som har tilknytning til registreringsvirksomheten*. Begrepet «feil» er i denne sammenheng en objektiv betegnelse på at registrering ikke skjer som forutsatt, og skal ikke forstås som et vilkår om at registeret skal kunne klandres før ansvar blir aktuelt. En viktig avgrensning ligger i krav om tilknytning til registreringsvirksomheten. I utgangspunktet vil kontrollansvaret bare omfatte feil som oppstår i tilknytning til registerets kjernevirksomhet. For feil som ikke har skjedd i tilknytning til registreringsvirksomheten vil det kunne være aktuelt med skyldansvar. Et viktig spørsmål er om handlinger eller unnlaterse i tilknytning til oppgjørsfunksjonen skal reguleres av skyldansvaret eller kontrollansvaret. Det synes som om utvalget legger til grunn at lovutkastet ikke regulerer ansvar for feil i tilknytning til oppgjørsfunksjonen. I NOU 2000: 10 s. 181 uttales at de lovregulerte ansvarsgrunnlagene «får virkning for virksomhet som består i registrering av finansielle instrumenter i et rettighetsregister». Departementet viser i den forbindelse til at det bare er registreringsfunksjonen som reguleres av lov om registrering av finansielle tjenester, jf. nærmere om forholdet til oppgjørsfunksjonen i punkt 11.3. Etter departementets syn er det derfor naturlig at det særskilte kontrollansvaret begrenser seg til å omfatte forhold som har tilknytning til den konsesjonspliktige registreringsvirksomheten. Det legges derfor til grunn at forhold som har tilknytning til oppgjørsfunksjonen ikke vil omfattes av kontrollansvaret. I slike tilfeller vil imidlertid skyldansvaret kunne være aktuelt.

Etter departementets syn er det for øvrig lite hensiktsmessig å innføre en særregel om erstatningsplikt uavhengig av skyld i de tilfeller opprinnelig rettighetshaver lider tap som følge av ekstinksjonsreglene, jf. Justisdepartementets forslag om dette. Det vises til at opprinnelig rettighetshaver (H) etter omstendighetene vil kunne kreve eventuelt tap som skyldes at erverver (B) har ekstingvert Hs rettigheter erstattet av avhender (A). Videre anses det lite hensiktsmessig å innføre et skille mellom svake og sterke ugyldighetsgrunner i relasjon til erstatningsreglene, når det ikke gjelder et slikt skille i relasjon til ekstinksjonsreglene.

Verdipapirregistre håndterer store verdier, og kan i prinsippet gjøres ansvarlige for svært store tap. Det sentrale virkemiddel for å unngå slike krav vil være å unngå feil som ligger innenfor registerets kontroll. Av praktiske hensyn, som bl.a. hensynet til å oppnå en forsikringsdekning for registeret, synes det imidlertid nødvendig å fastsette en øvre grense for registerets ansvar. Departementet slutter seg derfor til utvalgets forslag om en ansvarsbegrensning for forhold som faller inn under kontrollansvaret. Det legges også vekt på at ingen høringsinstanser har hatt innvendinger mot en ansvarsbegrensning, og at en tilsvarende begrensning gjelder i andre nordiske land. Etter en skjønnsmessig vurdering slutter departementet seg til utvalgets forslag om en beløpsgrense på 500 millioner kroner. Etter departementets vurdering synes det noe tungvint å innføre en egen inflasjonsjusteringsmekanisme i loven, jf. Justisdepartementets høringsuttalelse. I den grad det fastlagte beløp over tid blir for lavt, bør justeringen skje i form av en lovendring.

Kontrollansvaret er et tilnærmet objektivt ansvar, og etter departementets syn er det derfor i slike situasjoner naturlig å begrense registerets ansvar til å

omfatte den skadelidtes direkte tap. Departementet slutter seg derfor til utvalgets forslag om at registeret ikke bør svare for skadelidtes indirekte tap dersom ansvaret er basert på kontrollansvaret. Utvalget foreslår imidlertid at registeret bare skal svare for skadelidtes direkte tap, selv om tapet skyldes uaktsomhet fra registerets side. Etter departementets syn er det ikke holdpunkter for å gjøre begrensninger i skadelidtes erstatningskrav i de tilfeller tapet skyldes uaktsomhet fra registerets side (det foreslås kun ansvar for slikt ansvar ved forsett eller grov uaktsomhet). Det vises til at en tilsvarende begrensning ikke gjelder i kjøpsloven, og heller ikke er gjort gjeldende i svensk rett. Departementet slutter seg derfor ikke til utvalgets forslag om å begrense ansvaret til direkte tap ved uaktsomhetsansvar. I slike tilfeller vil imidlertid de alminnelige krav om adekvat årsakssammenheng kunne virke begrensende på ansvarets omfang.

Departementet slutter seg for øvrig til utvalgets forslag til regler om forsikring eller annen garantistillelse, lemping og behandling av erstatningssaker. Ingen høringsinstanser har hatt merknader til disse forslagene. Det vises for øvrig til utvalgets begrunnelse som departementet i det vesentligste slutter seg til.

14 Klage over registrering

14.1 Gjeldende rett

Verdipapirsentralloven 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». Klagenemnden består av tre medlemmer med varamedlemmer og oppnevnes av Kongen (delegert til Finansdepartementet). 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. Både avgjørelser om å foreta en registrering og avgjørelser om å nekte registrering kan bringes inn for klagenemnden. Videre vil også feil ved selve registreringen kunne påklages.

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. Klagenemnden kan beslutte at klagen registreres på den konto klagen knytter seg til.

Det vises til utvalgets redegjørelse for gjeldende norsk, dansk og svensk rett i NOU 2000: 10 s. 151-152.

14.2 Utvalgets forslag

Utvalget mener det vil kunne være behov for en særskilt klageordning for verdipapirregistre. Utvalget viser til at alternativet til en klageordning er at klager behandles av et departement eller annet offentlig organ, eller at klagen bringes inn for domstolene. På bakgrunn av utvalgets forslag om at verdipapirregistreringsvirksomhet skal kunne 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 foreslår at et verdipapirregister selv skal fastsette regler for oppnevning og sammensetning av klagenemnden. Disse reglene skal etter forslaget godkjennes av Kredittilsynet.

Utvalget foreslår at det skal kunne klages over avgjørelser truffet av et verdipapirregister eller en representant for registeret. Det foreslås ikke 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 forslaget vil kunne påklages. Utvalget foreslår i likhet med gjeldende rett at tvister med utgangspunkt i det

underliggende rettsforhold som et utgangspunkt ikke bør 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 har videre lagt 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.

14.3 Høringsinstansenes merknader

Ingen av høringsinstansene har hatt merknader til utvalgets forslag til klage-regler.

14.4 Departementets vurdering

Departementet er enig med utvalget i at det kan være hensiktsmessig med en særskilt klageordning, og slutter seg til utvalgets begrunnelse. Etter departementets syn synes den gjeldende klageordning å ha fungert tilfredsstillende. Departementet kan derfor ikke se at det er behov for vesentlige endringer i klagereglene.

Departementet viser til at det er avgjørende for klageordningens troverdighet at klagenemnda er oppnevnt og opptrer uavhengig av verdipapirregisteret. Departementet foreslår derfor at det tas inn et krav om at verdipapirregistre skal ha en uavhengig klagenemnd. Kontroll av at et verdipapirregisters regler for oppnevning og sammensetning tilfredsstillende uavhengighetskravet skal etter forslaget utføres av Kredittilsynet. Det vises til forslaget § 9-5.

Departementet bør imidlertid kunne dispensere fra kravet om en klagenemnd. Det vises til at lovforslaget åpner for mer spesialiserte registre i tillegg til en omdannet VPS. Behovet for en uavhengig klagenemnd for slike registre bør i tilfelle vurderes konkret, og ikke fastsettes som et absolutt lovbestemt krav.

15 Avvikling

15.1 Gjeldende rett

Verdipapirsentralen er opprettet i medhold av Verdipapirsentralloven. Det medfører at en avvikling av Verdipapirsentralen forutsetter lovendring.

15.2 Utvalgets forslag

Utvalget skiller mellom «frivillig avvikling» og «tvungen avvikling». Om frivillig avvikling uttaler utvalget bl.a. (NOU 2000: 10 s. 153):

«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 soliditetsvansker. Ved betalings- og soliditetsvansker 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 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.»

Utvalget foreslår 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 i forbindelse 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. Bakgrunnen er at utvalget anser en slik bestemmelse nødvendig ut fra den betydning verdipapirregistreringsvirksomhet vil kunne ha for verdipapirmarkedet. Det heter videre (NOU 2000: 10 s. 153-154):

«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 usikker-

het 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 ivaretatt.»

Reglene for avvikling 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, og at slike vedtak etter utvalgets forslag 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.

Når det gjelder «tvungen avvikling» foreslår utvalget 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. Det er gitt en tilsvarende regel i 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 videre vurdert hvorvidt reglene om offentlig administrasjon i banksikringsloven kapittel 6 bør gjelde for verdipapirregistre. Det heter om dette (NOU 2000: 10 s. 154):

«Offentlig administrasjon er en konkursliknende 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 foreslår at styret, ev. avviklingsstyret, før insolvensbehandling er innledet og bostyret etter at insolvensbehandling er innledet, skal søke å finne ordninger som gjør at institusjonens virksomhet kan drives videre med et tilstrekkelig økonomisk grunnlag, eller søke å få institusjonen sluttet sammen med, eller institusjonens virksomhet overdratt til, andre institusjoner.

Etter utvalgets syn er de oppløsningsgrunner som er nevnt i allmennaksjeloven § 16-15 om oppløsning etter kjennelse fra skifteretten ikke så tungtveiende at de bør gjelde for verdipapirregistre.

15.3 Høringsinstansenes merknader

Dersom det åpnes for «privat drift» av verdipapirregistre, mener *Justisdepartementet* at det bør vurderes å gi en hjemmel til å legge registeret under offentlig administrasjon. Justisdepartementet mener hjemmelen bør kunne benyttes dersom registeret «ikke i tilstrekkelig utstrekning ivaretar hensynet til rettighetshaverne eller andre brukere av registeret». Videre mener Justisdepartementet at det bør vurderes å gi regler om offentlig administrasjon dersom registeret er insolvent.

Ingen andre høringsinstanser har hatt merknader til utvalgets forslag.

15.4 Departementets vurdering

Verdipapirregistre innehar en viktig funksjon i finansmarkedets infrastruktur, og avvikling av slike institusjoner vil ha betydning for en langt videre krets enn institusjonens aksjonærer og kreditorer. Departementet slutter seg på denne bakgrunn til utvalgets vurdering av at det er nødvendig med særregler ved avvikling av verdipapirregistre.

Når det gjelder vedtak om frivillig avvikling, foreslår departementet i likhet med utvalget at et slikt vedtak må treffes av generalforsamlingen med flertall som for vedtektsendring. Videre må vedtaket godkjennes av departementet, som vil kunne sette vilkår. Det vises for øvrig til utvalgets omtale i NOU 2000: 10 s. 153-154 som departementet i det vesentligste slutter seg til.

Ved tvungen avvikling bør registeret etter departementets syn pålegges en plikt til å melde fra til Kredittilsynet dersom det er grunn til å frykte at registeret vil få betalings- og/eller soliditetsvansker, jf. tilsvarende bestemmelse i banksikringsloven § 3-1. En slik meldeplikt vil øke mulighetene for å håndtere problemene på et tidlig stadium og begrense eventuelle skadevirkninger. Forslaget er basert på utvalgets forslag, og dette er nærmere omtalt i NOU 2000: 10 s. 154.

Utvalget foreslår at de alminnelige konkursregler skal få anvendelse i forhold til verdipapirregistre. Det foreslås imidlertid lovfestet en særlig plikt for styret, avviklingsstyret eller bostyret til å søke løsninger som vil kunne bidra til at registerets virksomhet videreføres.

Departementet viser til at reglene om offentlig administrasjon i banksikringsloven kapittel 4 innebærer at det ikke kan åpnes gjeldsforhandling eller konkurs i banker eller forsikringsselskaper. Reglene er særlig begrunnet i at de alminnelige reglene i konkursloven ikke i tilstrekkelig grad ivaretar de særskilte hensyn som gjør seg gjeldende ved avvikling av slike institusjoner. I NOU 1995: 25 s. 54 uttaler Banklovkommisjonen bl.a.:

«Kommisjonen mener at mange av de hensyn som er trukket frem fra Penge- og Bankkomitéen og Harlem-utvalget for å unnta banker og forsikringsselskaper fra ordinær konkursbehandling, fortsatt gjør seg gjeldende. Kommisjonen har i den forbindelse lagt stor vekt på de mulige skadevirkninger på det finansielle system generelt ved en konkurs i en bank eller et forsikringsselskap. Instituttet offentlig administrasjon gir etter kommisjonens mening den nødvendige fleksibilitet i forbindelse med en slik situasjon. Ved offentlig administrasjon kan institusjonens virksomhet videreføres for en periode samtidig som det arbeides med å undersøke mulighetene for videre drift, og uten at an-

dre blir unødig skadelidende. Hovedformålet vil være å sikre at verdier ikke går tapt.»

Denne vurderingen fikk tilslutning i Ot.prp. nr. 63 (1995-96) og i Innst.O. nr. 3 (1996-97). Etter departementets syn gjør de samme hensyn seg gjeldende ved betalings- eller soliditetsproblemer i et verdipapirregister. Avvikling av virksomheten vil kunne ha negative konsekvenser for stabiliteten i det finansielle system, og verdier kan gå tapt dersom ikke virksomheten videreføres på en hensiktsmessig måte. Det vises i den anledning til registerets funksjon som eierregister. Etter departementets syn vil ikke utvalgets forslag om at bostyret mv. skal søke løsninger som innebærer en videreføring av virksomheten i tilstrekkelig grad ivareta de særskilte hensyn som gjør seg gjeldende ved avvikling av et verdipapirregister. Det foreslås derfor at reglene i banksikringsloven kapittel 4 om offentlig administrasjon får anvendelse så langt de passer i forhold til verdipapirregistre.

Justisdepartementet reiser spørsmålet om et verdipapirregister bør kunne underlegges offentlig administrasjon dersom registeret ikke i tilstrekkelig utstrekning ivaretar hensynet til rettighetshaverne eller andre brukere av registeret.

Etter departementets syn er ikke en slik bestemmelse hensiktsmessig. Et verdipapirregister vil være underlagt tilsyn. Dersom registeret ikke oppfyller lov- eller konsesjonskrav vil Kredittilsynet med hjemmel i kredittilsynsloven § 4 bl.a. kunne pålegge registeret å rette forholdet. For øvrig bemerkes at opphevelsen av eneretten vil åpne for konkurranse i markedet for verdipapirregistertjenester. I den grad et register ikke tilbyr tjenester av tilstrekkelig god kvalitet, må det antas at registeret forholdsvis raskt vil møte en konkurrent i det samme produktmarkedet som søker å tilby bedre tjenester.

16 Tilsyn med verdipapirregistre og straffesanksjoner

16.1 Gjeldende rett

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. 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».

Regler om straffesanksjoner ved brudd på bestemmelser i Verdipapirsentralloven følger av lovens § 8-1.

16.2 Utvalgets forslag

Utvalget foreslår at selskap som driver verdipapirregister skal være underlagt tilsyn. Utvalget mener tilsyn med verdipapirregistreringsvirksomhet vil kunne sikre at virksomheten drives effektivt og betryggende og innenfor de rammer som stilles i lov, forskrift eller i konsesjonsvilkårene. Utvalget uttaler bl.a. (NOU 2000: 10 s. 165):

«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. 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, regnskapsopplysninger, 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.»

Utvalget mener et effektivt tilsyn er avhengig av at tilsynsmyndigheten kan pålegge foretaket å rette på forholdet dersom det avdekkes brudd på reguleringen av virksomheten, og uttaler om dette (NOU 2000: 10 s. 165):

«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. Utvalget mener en slik regel i utgangspunktet ikke vil være nødvendig i tillegg til kredittilsynsloven § 1, men foreslår dette av rent informative grunner.

Når det gjelder straffesanksjoner kjenner utvalget ikke til at det er behov for en materiell endring av reglene for straffesanksjonering. Utvalgets forslag er noe annerledes utformet enn gjeldende vpsl. § 8-1, men antas av utvalget å stemme overens med gjeldende rett.

16.3 Høringsinstansenes merknader

Ingen av høringsinstansene har hatt merknader til utvalgets forslag på dette punkt.

16.4 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til utvalgets vurdering av at verdipapirregistre bør underlegges tilsyn, og til at slikt tilsyn bør foretas av Kredittilsynet. Det vises til utvalgets begrunnelse som departementet slutter seg til. Utvalget foreslår at det tas inn regler om tilsyn i verdipapirregisterloven, samtidig som det foreslås at kredittilsynsloven endres. Som påpekt av utvalget vil dette medføre en «dobbelregulering». Departementet er imidlertid enig med utvalget i at dette kan være nyttig av informative grunner. Det vises også til at en slik tilnærming er valgt for tilsynet med børser og autoriserte markedsplasser i børsloven.

Utvalget har ikke sett behov for at det i verdipapirregisterloven inntas regler om opplysningsplikt overfor Kredittilsynet og adgangen for tilsynet til å gi pålegg om retting. I følge utvalget følger slike regler allerede av bestemmelser i kredittilsynsloven. Departementet antar imidlertid at det kan være hensiktsmessig at slike regler inntas i verdipapirregisterloven. Departementet viser i den forbindelse til at regler om opplysningsplikt og pålegg er inntatt i børsloven §§ 8-2 og 8-4. Når det gjelder opplysningsplikt antar departementet at det er hensiktsmessig at også selskap som inngår i samme konsern som et verdipapirregister pålegges opplysningsplikt. Det vises til bl.a. til at Kredittilsynet i medhold av kredittilsynsloven § 1 skal føre tilsyn med andre foretak som inngår i konsernet. Det vises til lovforslaget § 10-2.

Departementet foreslår videre å innta hjemmel i verdipapirregisterloven for Kredittilsynet til å gi verdipapirregister pålegg om retting dersom foretaket opptrer i strid med lov eller egne regler og forretningsvilkår, jf. lovforslaget § 10-3. Tilsvarende vil gjelde dersom foretakets ledelse eller styremedlemmer ikke oppfyller kravene til hederlig vandel og erfaring som fastsatt i § 4-1. Det vises til at en lignende bestemmelse fremgår av vphl. § 12-4 første ledd og i børsl. § 8-4 første ledd. Departementet legger til grunn at et verdipapirregisters egne regler etter § 6-5 også vil omfattes.

Utvalget foreslår i hovedsak å videreføre straffebestemmelsen i vpsl. § 8-1, med enkelte mindre tekniske endringer. Departementet viser til at utvalget ikke har sett behov for materielle endringer i bestemmelsen, og til at ingen av høringsinstansene har hatt merknader til dette. Det vises til lovforslaget § 10-4.

17 Omdannelse av Verdipapirsentralen til allmennaksjeselskap

17.1 Gjeldende rett

Etter gjeldende Verdipapirsentrallov skal VPS være organisert som selveiende institusjon. Loven inneholder på denne bakgrunn ikke regler om omdannelse til annen organisasjonsform. Det er heller ikke gitt nærmere regler om avvikling. Omdannelse og avvikling forutsetter dermed lovendring.

17.2 Utvalgets forslag

Fremgangsmåte

Et flertall i utvalget har foreslått at konsesjon som verdipapirregister kun skal kunne gis til allmennaksjeselskap, jf. kapittel 5. Flertallet foreslår også at kravet til organisasjonsform skal gjelde for VPS, slik at VPS må omdannes til allmennaksjeselskap.

Flertallet i utvalget (15 medlemmer) foreslår at omdannelse gjøres ved at VPS stifter et allmennaksjeselskap, og overfører eiendeler og forpliktelser i sin helhet til dette selskapet. Allmennaksjeselskapet skal etter forslaget stiftes med en egenkapital som bygger på en reell vurdering av verdiene i VPS.

Et mindretall i utvalget (1 medlem) er uenig i utvalgets forslag om at Verdipapirsentralen skal ha plikt til å omdanne seg til allmennaksjeselskap, jf. NOU 2000: 10 s. 56. Et annet mindretall (1 medlem) mener Verdipapirsentralen bør deles i en registerdel videreført som selveiende organisasjon og en oppgjørssdel organisert som allmennaksjeselskap og eid av Oslo Børs, jf. NOU 2000: 10 s. 199.

Det nystiftede allmennaksjeselskapet vil etter utvalgets forslag videreføre registreringsvirksomheten, mens den selveiende institusjonen vil eie aksjene i selskapet. Utvalget forutsetter at aksjene videreselges innen rimelig tid. Utvalget har vurdert to forskjellige modeller for salg av aksjene i det nystiftede allmennaksjeselskapet. Den ene modellen bygger på et offentlig spredningssalg til høystbydende, mens den andre modellen begrenser tegningstilbudet til å gjelde en avgrenset gruppe. Utvalget omtaler den første modellen som «offentlig spredningssalgsmodellen» som beskrives på følgende måte (NOU 2000: 10 s. 158-159):

«Den første modell («offentlig spredningssalgsmodellen») 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 salgspri-

veny 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 transaksjonsgevinster reduseres. Metoden svarer for øvrig godt til lovutvalgets alminnelige markedstilpasning av verdipapirregister-virksomhet.

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».

Utvalget omtaler den andre modellen som «fortrinnsrettsmodellen». Det uttales om denne (NOU 2000: 10 s. 159):

«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 spredningssalg-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.»

Flertallet i utvalget foreslår at «offentlig spredningssalgsmo-
del» velges i forbindelse med salget av aksjene i det nystiftede allmennaksjeselskapet. Flertallet viser til at det i VPS' prisstruktur har vært tilstrebet at det skal være kostnadsbaserte priser og at hver brukergruppe skal betale priser som gjenspeiler den ressursbruk som tjenestene bruker av VPS' totale ressursbruk. Det heter om dette (NOU 2000: 10 s. 159):

«I og med at investorer og utstedere skulle ha kontakt med VPS gjennom kontoførere og verdipapirforetak ble prisene som disse betalte ordnet gjennom «mellommennene», vanligvis som en del av den totale pris de betalte for en finansiell tjeneste eller som en viderefakturer-
ing 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 prinsipalt 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 innestående fondsaktiver 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 utstedere 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 etter flertallets syn dette til felles med andre foretak og institusjoner som ikke har eiere.

Flertallet viser videre til at det er foreslått en eierbegrensningsregel på 20 prosent for verdipapirregistre. Flertallet mener at disse generelle regler for eierskap vil være tilstrekkelige til å sikre at VPS vil få initiale eiere som kan bidra til å opprettholde og videreutvikle kvaliteten på VPS' tjenester. Det heter videre (NOU 2000: 10 s. 160):

«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 ver-

dipapirhandelloven 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 (3 medlemmer) går imot deler av flertallets forslag til omdannelse av VPS. Mindretallet uttaler (NOU 2000: 10 s. 160):

«Som det fremgår av kapittel 7 står vi overfor en økende internasjonal konkurranse innenfor verdipapirtjenestområdet 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 verdipapirmarkeds-tjenester ved at for eksempel børser, verdipapirregistre og oppgjørssentraler integreres. Siktemålet 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 tilstrek-

kelig finansiell styrke. Dersom verdiene VPS gjennom sin virksomhet selv har skapt også for fremtiden kommer VPS til gode, vil dette også bidra 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.»

Også mindretallet mener aksjene bør legges ut til offentlig salg for å sikre at det betales markedspris for disse. Mindretallet mener imidlertid at flertallet går for kort i sine anvisninger på hvordan aksjesalget skal finne sted. Mindretallet uttaler (NOU 2000: 10 s. 161):

«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. 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 tildelingsmodell 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.»

Anvendelse av salgsproveny

Etter forslaget skal VPS omdannes ved at det stiftes et nytt allmennaksjeselskap. Aksjene i dette selskapet forutsettes videresolgt. Det må av den grunn avgjøres hvordan salgsprovenyet skal anvendes. I dette spørsmålet er utvalget delt, uten at utvalget har et flertall. Utvalget har lagt til grunn at verken stiftelsesloven, uavhengig av hvilken betydning denne har som bakgrunnsrett for Verdipapirsentralloven, eller grunnloven § 105 vil være til hinder for de ulike løsninger som er foreslått av de ulike fraksjoner i utvalget.

En fraksjon (6 medlemmer) mener at salgsprovenyet bør tilføres statskassen. Denne fraksjonen 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. Denne fraksjonen uttaler bl.a. (NOU 2000: 10 s. 162-163):

«Midlene er i hovedsak tilført av kontoførere og utstedere som betaling for tjenester de har mottatt. 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 sikkerhetsstillelse 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 ordningen 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 prinsip-

pet 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.»

Subsidiært foreslår denne fraksjonen at deler av salgprovenyet overføres til en stiftelse «med et formål som bør ha et relativt vidt spenn, som for eksempel støtte til næringslivsrelatert forskning og utdanning.»

Den andre fraksjonen (6 medlemmer) finner i likhet med Børslovutvalget at den mest hensiktsmessige løsningen ved omdannelse av institusjoner som bør og VPS synes å være at salgsprovenyet eies av en stiftelse. Denne fraksjonen uttaler (NOU 2000: 10 s. 163):

«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.»

Et mindretall (tre medlemmer) går inn for at salgprovenyet fra omdannelsesprosessen inngår som et bundet fond i det nye verdipapirregisterselskapet. Dette mindretallet uttaler (NOU 2000: 10 s. 163):

«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.»

Tre medlemmer i utvalget har tatt til ordet for, forutsatt at salgsprovenyet overføres til statskassen, at staten delvis gis provenyet i form av aksjer i VPS begrenset til en eierandel på 20 prosent. Det heter om dette (NOU 2000: 10 s. 164):

«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.»

Et medlem, som mener Verdipapirsentralen bør deles i en registerdel og en oppgjørsgjeld der sistnevnte omdannes til allmennaksjeselskap, mener salgsprovenyet bør videreføres i et bundet fond i selskapet. Etter dette medlems syn bør den delen av kapitalen som ikke blir viderført i bundet fond tilfalle statskassen. Det vises til NOU 2000: 10 s. 199.

Skattespørsmål

Utvalget viser til at Verdipapirsentralen etter skatteloven 1999 § 2-30 første ledd bokstav j, er fritatt for formues- og inntektsskatt. Etter utvalgets oppfat-

ning bør et nyetablert verdipapirregister og VPS etter en eventuell omdannelse, være skattesubjekt som ethvert annet næringsdrivende foretak. Utvalget mener imidlertid at omdannelse bør kunne skje uten at dette utløser skatteplikt for allmennaksjeselskapet eller en eventuell stiftelse. Utvalget har lagt til grunn at Finansdepartementet vurderer hvorvidt en skattefri omdannelse kan skje uten særlig lovbestemmelse.

17.3 Høringsinstansenes merknader

Fremgangsmåte

Finansnæringens Hovedorganisasjon (FNH) slutter seg til utvalgets fremgangsmåte for omdannelse av Verdipapirsentralen.

Salg av aksjene i det nystiftede allmennaksjeselskapet

Finansnæringens Hovedorganisasjon (FNH) mener at salget av aksjene bør skje på en måte som sikrer stabile og egnede eiere. Etter FNHs syn vil det ha liten mening å fastsette krav til eierbegrensning ut fra ønsket om egnede eiere dersom dette hensynet ikke følges opp i forbindelse med salget av aksjene. FNH uttaler:

«FNH kan vanskelig se at forventet høy avkastning skal (eller bør bli) motivene bak kjøpet av aksjer i VPS. I denne sammenheng vises til det som ovenfor er nevnt om at VPS i praksis trolig vil få et monopol (i hvert fall en helt dominerende stilling). Å kunne oppnå høy avkastning vil derfor ikke (på kort sikt) by på særlige problemer. Eiere i VPS bør være de institusjoner som er direkte berørt av virksomheten og som har interesse av og grunnlag for å videreutvikle VPS som en effektiv del av infrastrukturen i verdipapirmarkedet.

FNH er noe forundret over at flertallet ikke syns å ville erkjenne den betydning brukerne av VPS har hatt for sentralens virksomhet. FNH vil kort peke på:

- Det var brukerne som tok initiativet til å etablere VPS og stod bak de utredninger som ligger til grunn for etablering av sentralen.
- Brukerne deltok (og deltar fortsatt) aktivt mht. systemutformingen og kravspesifikasjoner.
- Brukerne utførte (og utfører) testingen av systemene.
- Det var brukerne (forretningsbankene) som først konverterte utstedte papirer til registrering i VPS og med en betydelig egeninnsats (og risiko) la grunnlaget for at også andre utstedere kunne registrere sine papirer.
- Det er brukerne (kontoførerne) som har stått bak opprettelsen av samtlige verdipapirkonti i VPS.
- Brukerne har nedlagt store kostnader i vekslingen av fysiske obligasjoner til registrering i VPS.
- Brukerne har gjennom prisene betalt alle kostnader knyttet til etablering, drift samt oppbygning av egenkapital i VPS.
- Brukerne (kontoførerne) har i siste instans stått økonomisk ansvarlig for sentralens økonomiske forpliktelser.

Det kan også være grunn til å understreke at dagens VPS i realiteten er et verdipapirsentralsystem der selve sentralen og kontoførere/brukere inngår som nødvendige elementer i virksomheten».

FNH slutter seg på bakgrunn av det ovennevnte til mindretallets forslag til modell for salg av aksjene.

Norges Fondsmeglerforbund er også av den oppfatning at aksjene ikke bør legges ut til offentlig tegning til høystbydende, men mener derimot at salget skal rettes mot «dagens sentrale brukere, dvs. kontoførerne og meglere». *Norges Fondsmeglerforbund* uttaler:

«Utviklingen av VPS har skjedd i et meget nært samarbeid mellom disse aktørene og VPS organisasjon. Representanter fra disse brukerne og deres interesseorganisasjoner har nedlagt et ikke ubetydelig ubetalt arbeid med sikte på å videreutvikle VPS til det VPS er i dag.

Vi vil også vise til at de praktiske forberedelsene til etablering av VPS ble igangsatt i juni 1984 gjennom etableringen av det såkalte «Interessentskapet Verdipapirsentralen under etablering». Bak dette interessentselskapet sto Bankforeningen og Sparebankforeningen, i samarbeid med Forbundet, Fellesrådet for Realkreditt- og Hypotekforeningene samt Norges Bank. Interessentskapet etablerte de tekniske forutsetninger for en verdipapirsentral, mht. lokaler, maskinvare, programvare, personale, mv, med kostnader i størrelsesorden 100 mill. kroner, i oppbygningen basert på grunnsystemer som ble kjøpt fra den danske verdipapirsentralen (VP). Systemene ble tilpasset norske forhold. Lov om verdipapirsentralen trådte i kraft 15. oktober 1985. Den selveiende institusjon ble etablert 1. januar 1986, og i april 1986 overtok den alle aktiva og passiva fra interessentselskapet, uten ytterligere vederlag. Interessentskapet ble deretter avviklet.

På denne bakgrunn synes det urimelig at ikke de som faktisk etablerte det hele, for egen regning og risiko, skal kunne få en fortrinnsrett gjennom omdanningen av VPS'.

Næringslivets Hovedorganisasjon (NHO) mener at Verdipapirsentralen bør sikres stabile og egnede eiere, og at dette kan gjøres ved at de initielle aksjene tilbys de sentrale brukere av Verdipapirsentralen. NHO mener at for å oppnå langsiktige eiere, kan dette eventuelt kombineres med en bindingstid.

Også *Oslo Børs* støtter utvalgets mindretall i at visse antatte strategiske og langsiktige eiere i tilfelle overtegning bør gis fortrinnsrett til en viss andel av aksjene.

Kredittilsynet mener at aksjene, av hensynet til korrekt prising, bør selges til enhver som er interessert og uten forhåndsbinding. Kredittilsynet mener dette også vil forhindre avgrensingsproblemer i forhold til hvilke grupper som eventuelt skal favoriseres. Også *Norges Bank*, *Norsk Oppgjørssentral ASA*, *Nærings- og handelsdepartementet*, *Sparebankforeningen i Norge*, *Verdipapirfondenes Forening* og *Verdipapirsentralen* mener at omdannelsen av Verdipapirsentralen bør gjennomføres ved at aksjene legges ut for offentlig tegning til høystbydende. Norges Bank mener for øvrig at det bør settes en frist for nedsalget av aksjer fra stiftelsen. Verdipapirsentralen mener at dersom «fortrinnsrettsmodellen» velges må det også vurderes om de ansatte i VPS bør være en fortrinnsberettiget gruppe.

Anvendelse av salgsprovenyet

Om anvendelsen av salgsprovenyet uttaler *Finansnæringens Hovedorganisasjon* (FNH):

«Vi ser det som urimelig at staten tildeles salgsprovenyet for en virksomhet som i sin helhet har vært bygget opp og finansiert av brukerne. Problemet med å finne frem til rettferdige modeller for å fordele salgsprovenyet tilbake til brukerne er etter vårt syn ikke noe argument for å gi midlene til staten. Med den relativt korte historie som ligger bak VPS ville det for øvrig neppe vært et uoverstigelig problem å finne frem til en modell for tilbakebetaling til brukerne.

Hensett til formålet med omdanningen av VPS kan FNH likevel gå inn for en annen modell enn at salgsprovenyet tilbakebetales direkte til brukerne. Salgsprovenyet må imidlertid komme VPS' brukerne og deres kunder til gode. Etter vårt syn kan dette skje gjennom at salgsprovenyet avsettes som bundet fond (eller i en stiftelse) som har et to-delt formål; 1: tjene som en sikringsordning i forhold til VPS' erstatningsansvar etter omdanningen (og gjennom dette reduserte kostnadene knyttet til sikkerhetsstillelse etter lovforslaget § 11-2) og 2: at avkastningen kan deles ut til forsikrings- og utviklingsformål som kan bidra til tiltak som kan effektivisere VPS' funksjon i verdipapirmarkedets infrastruktur og redusere risikoen. På denne måten vil brukerne og deres kunder kunne få noe igjen av de verdier som de har bygget opp i VPS'.

Norges Fondsmeglerforbund mener salgsprovenyet må komme de interessegrupper som var med på etableringen av Verdipapirsentralen til gode. Det heter om dette:

«Dette kan skje ved at det eventuelle salgsprovenyet tilfaller et sikringsfond som kan bidra til å opprettholde tilliten til det norske oppgjørssystemet gjennom å sikre at verdipapirregistre etablert i Norge har tilstrekkelige midler til å dekke eventuelle krav fra investorer eller utstedere som følge av feil registrene svarer for».

Norges Fondsmeglerforbund mener videre at en løsning der salgsprovenyet skal tilfalle statskassen ikke vil være rettslig holdbar.

Næringslivets Hovedorganisasjon (NHO) mener at den andel som kan føres tilbake til det offentlige bør tilfalle staten, mens øvrige verdier bør settes av til et erstatningsfond. Som et alternativ til et erstatningsfond mener NHO at midlene kan brukes til «forskning og utvikling innen denne delen av verdipapirmarkedet».

Oslo Børser av den oppfatning at salgsprovenyet i sin helhet bør overføres en stiftelse som har til formål å fremme forskning, utdanning og kjennskap til verdipapirmarkedet.

Verdipapirsentralen ser det som rimelig at verdiene i VPS kommer verdipapirmarkedet til gode. Verdipapirsentralen uttaler:

«Dette kan gjøres ved at det opprettes et fond som har som formål å bidra til et velfungerende verdipapirmarked eller ved at det opprettes et sikringsfond som har som hovedformål er å dekke verdipapirregistrenes mulige erstatningskrav. Når det gjelder alternativet med sikringsfond, vil vi tilføye at et slikt fond vil kunne medføre lavere forsikringskostnader for verdipapirregistrene og således gi lavere pri-

ser på verdipapirregistreringstjenester. Dette vil komme investorer og utstedere til gode».

Sparebankforeningen i Norge går imot forslaget om at salgsprovenyet etter omdannelsen skal tilfelle staten. Sparebankforeningen er enig i at ingen gruppe kan sies å eiendomsrett til egenkapitalen i VPS, men mener dette ikke tilsier at staten er den naturlige mottaker. Etter Sparebankforeningens syn bør egenkapitalen benyttes til mest mulig likeartet formål som i dag. Sparebankforeningen mener derfor at kapitalen bør plasseres som bunden egenkapital i det omdannede selskapet.

Justisdepartementet viser til at det i en tolkningsuttalelse i forbindelse med omdannelse av Oslo Børs har lagt til grunn at salgsprovenyet kan overføres statskassen. Justisdepartementet presiserer at det ikke er gitt at de samme vurderinger kan legges til grunn for Verdipapirsentralen.

Verdipapirfondenes Forening mener at salgsprovenyet ideelt sett burde vært delt ut til dem som har bidratt til å skape verdiene. Det heter om dette:

«Det vil si en forholdsmessig fordeling mellom brukerne (utstedere, investorer og kontoførere) og staten (som følge av at verdien av VPS også har sin kilde fra det monopol og den lovfestede eneretten som VPS har). På den annen side er vi enige med de medlemmene av utvalget som gir uttrykk for at det vil være praktisk mulig å utpeke den enkelte «eierandel» på en objektiv måte. På denne bakgrunn deler vi det syn at den norske stat derfor er det mest representative organ for den uidentifiserte gruppen som utgjør brukerne av VPS'.

Verdipapirfondenes Forening mener av den grunn at det vesentligste av salgsprovenyet bør tilfalle staten, men tilrår at en mindre del av provenyet legges i en stiftelse til fremme av forskning på verdipapirområdet»

Norges Bank, Norsk Oppgjørssentral ASA (NOS) og Nærings og handelsdepartementet støtter det forslaget som går ut på at salgsprovenyet etter omdannelsen skal tilfelle staten. NOS mener det bør vurderes hvorvidt en del av salgsprovenyet skal komme verdipapirmarkedet til gode, for eksempel i form av forskning.

17.4 Departementets vurdering

Fremgangsmåte

Departementet foreslår i tråd med utvalgets forslag at omdannelsen gjennomføres ved at Verdipapirsentralen stifter et allmennaksjeselskap og overfører eiendeler og forpliktelser til dette selskapet. Det nystiftede selskapet skal videreføre Verdipapirsentralens virksomhet, mens den selveiende institusjonen i utgangspunktet skal eie samtlige aksjer i selskapet. Aksjene forutsettes videregitt i sammenheng med stiftelsen av allmennaksjeselskapet. Departementet viser til at Oslo Børs ved omdannelsen valgte en modell der den operative børs ble eid av et holdingselskap. Det var siden aksjene i holdingselskapet som ble solgt. Denne fremgangsmåten ble ansett for å være i samsvar med reglene i børsloven. Departementet foreslår at en slik fremgangsmåte bør være et alternativ også ved omdanningen av VPS. Departementet foreslår at dette kommer direkte til uttrykk i lovteksten. Departementet viser til at Verdipapirsentralens aktiva vil bestå i foretaket etter omdannelsen til aksjeselskap.

I den grad foretaket i forbindelse med omdanningen har behov for ytterligere kapital vil det kunne dekke dette ved låneopptak eller emisjon av aksjer. En tilsvarende fremgangsmåte er valgt for omdannelse av Oslo Børs, jf. børsloven § 10-2 annet ledd.

Salg av aksjene i det nystiftede allmennaksjeselskapet

Aksjene i det nystiftede allmennaksjeselskapet forutsettes videresolgt. Dette reiser spørsmål om det skal stilles begrensninger på hvem som skal kunne kjøpe aksjer i første omgang, eventuelt om dette skal kombineres med en bindingstid for de initielle eiere. Utvalget og høringsinstansene har vært delt i synet på om enkelte særskilte egnede eiere skal gis fortrinn ved aksjesalget. Etter departementets syn kan «fortrinnsrettsmodellen» bl.a. medføre at enkelte grupper gis tilfeldig og urimelige fordeler på bekostning av et større fellesskap. Departementet er enig med Kredittilsynet i at ved å begrense gruppen av potensielle eiere er det grunn til å tro at prisen som kan oppnås kan bli lavere enn om aksjene er gjenstand for et fritt salg. Den merverdien som i tilfelle ikke gjenspeiles i aksjekursen vil i så fall tilfalle denne utvalgte gruppen av eiere, som vil kunne ha muligheter til å oppnå transaksjonsgevinster.

Etter departementets syn må det kunne antas at de beste eierne for fremtiden må forventes å være de samme som er villige til å by mest for aksjene ved salget. Disse vil ha størst interesse av at det utvikles et effektiv, velfungerende og sikkert verdipapirregister. Et åpent salg innebærer heller ikke at eksisterende brukergrupper vil være forhindret fra å komme inn på eiersiden.

Endelig vil en løsning med et åpent salg innebære at det ikke er nødvendig å ta stilling til en rekke spørsmål med hensyn til den innbyrdes fordelingen mellom brukergruppene. Det vil heller ikke være samme behov for bindingsstid for de første aksjeeiere, i det prisen må antas å reflektere den reelle verdi av aksjen.

Departementet foreslår på denne bakgrunn at det ikke fastsettes begrensninger med hensyn til hvem som kan kjøpe aksjer ved første gangs salg. Departementet finner det da heller ikke naturlig å foreslå noen bindingstid for de første aksjonærenes aksjeeie. Departementet forutsetter at det anvendes profesjonelle rådgivere i forbindelse med salget, bl.a. for å få en riktig prisfastsettelse, men foreslår ikke nærmere regler om dette i loven. Nærmere regler om salget kan eventuelt gis i medhold av den foreslåtte hjemmelen i § 12-2. Departementets forslag er i tråd med hva som ble vedtatt for omdannelse av Oslo Børs.

Anvendelse av salgsproveny

Utvalget og høringsinstansene er delt i synet på hvordan salgsprovenyet etter omdannelsen av Verdipapirsentralen skal benyttes.

En fraksjon i utvalget har foreslått at salgsprovenyet plasseres i en stiftelse som bl.a. skal kunne tjene som et erstatningsfond for verdipapirregistre. Departementet kan ikke se at det er godtgjort et behov for en slik særlig erstatningsordning.

En annen fraksjon i utvalget har foreslått at kapitalen videreføres i det omdannede selskapet som en bunden del av egenkapitalen. Dette tilsvarer den modellen som ble benyttet ved omdannelsen av det danske verdipapirre-

gisteret - VP - og også den danske børsen. Etter departementets syn vil en slik løsning i realiteten kunne innebære en overføring av verdier til foretakets eiere. Videre vil en slik løsning kunne medføre at Verdipapirsentralen får et uheldig konkurransefortrinn i forhold til eventuelle nyetableringer. Dette vil videre kunne reise problemer i forhold til våre EØS-forpliktelser. En slik løsning vil dessuten måtte medføre særregulering av fordeling av overskuddet mellom bundet og ubundet del av egenkapitalen. Departementet er videre enig med den fraksjonen i utvalget som mener at en bundet del av egenkapitalen kan legge hindringer for ellers ønskelige strukturendringer.

En tredje fraksjon har foreslått at salgsprovenyet ved omdanningen skal tilfalle den norske stat.

Spørsmål knyttet til omdanningen av Verdipapirsentralen har klare likhetstrekk med spørsmål som var aktuelle ved omdannelsen av Oslo Børs til et allmennaksjeselskap. I Ot.prp. nr. 73 (1999-2000) om lov om børsvirksomhet m.m. (børsloven) foreslo departementet at vederlaget for aksjene skulle overføres til statskassen.

I innstillingen til børsloven (Innst.O. nr. 3 (2000-2001)) har Stortinget vurdert hvorvidt salgsprovenyet i sin helhet skulle gå til et fond eller en stiftelse med formål knyttet til fremme av et velfungerende norsk marked for finansielle instrumenter, eller om provenyet skulle gå inn i statskassen. Fremskrittspartiet, Høyre og Steinar Bastesen (mindretallet) mente at midlene i sin helhet skulle gå til et fond eller en stiftelse. Flertallet, som gikk for at midlene skulle inn i statskassen, var delt i to. Arbeiderpartiet og SV mente midlene skulle inn i statskassen uten forbehold. Kristelig Folkeparti, Senterpartiet og Venstre mente at Regjeringen på et senere tidspunkt skulle komme med forslag om opprettelse av et slikt fond, herunder størrelsen på fondet «når salgssummen er avklart». Det var denne «mellomløsning» som ble valgt.

Salget av aksjene i Oslo Børs i mai 2001 ga et nettopproveny på kr 450 196 723. I St.prp. 1 (2001-2002) ble det lagt opp til at ca en femtedel av provenyet, 90 millioner kroner, skulle avsettes til et fond (finansmarkedsfondet). Stortinget sluttet seg til dette forslaget ved vedtak 14. desember 2001, jf. B.innst.S.nr.6 (2001-2002).

Det er i St.prp. nr. 1 (2001-2002) lagt til grunn at formålet med fondet skal være å bidra til økt kunnskap om og forståelse for finansielle markeders virkemåte, herunder regulering av markeder og markedsaktører, samt fremme innsikt og øke bevissthet mht. næringslivsetikk på finansmarkedsområdet. Det antas at formålet bl.a. vil kunne oppnås ved at det opprettes professorater ved egnede læresteder, ved bidrag til forskningsprosjekter, ved tilbud om kurs/etterutdannelse til ulike aktører og ved bidrag til allmennopplysning om finansmarkedets virkemåte og betydning. Når det gjelder nærmere organisering, ble det ansett hensiktsmessig at den årlige avkastning av fondet disponeres av et råd bestående av minst tre personer oppnevnt av Finansdepartementet.

Det vil senere bli utarbeidet mer konkrete retningslinjer for fondet, bl.a. etter kontakt med aktuelle berørte institusjoner.

I lys av behandlingen av spørsmålet i forbindelse med vedtakelsen av børsloven, kan det reises spørsmål ved om en tilsvarende løsning bør vurderes ved omdannelsen av VPS.

Departementet viser til at størrelsen på salgssummen ved en omdannelse av Verdipapirsentralen er uviss, men det antas at beløpet kan være betydelig. Det vises i denne sammenheng til at utvalget har opplyst at 75 pst. av aksjene i svenske VPC ble solgt i juli 1999 for 900 mill. SEK.

Et første spørsmål er om Grunnloven § 105 setter rettslige skranker for disponeringen av salgsprovenyet.

Finansdepartementet har i brev 7. mars 2001 bedt Justisdepartementet foreta en vurdering av hvorvidt salgsprovenyet kan overføres til statskassen uten å komme i strid med grunnloven § 105. Justisdepartementet v/Lovavdelingen har gitt sin vurdering i brev 9. november 2001. Etter Justisdepartementets vurdering vil ikke hele salgsvederlaget kunne overføres til statskassen uten at det ytes erstatning etter Grunnloven § 105. Justisdepartementet kom til et annet resultat enn ved vurderingen av det tilsvarende spørsmålet i forbindelse med omdannelsen av Oslo Børs. Dette skyldes at private interesser i større grad bidro med finansiering ved opprettelsen av VPS enn tilfellet var ved opprettelsen av Oslo Børs. Justisdepartementet mener *formålet* med institusjonen VPS i seg selv vil ha et ekspropriasjonsrettslig vern og formålet vil således måtte tilføres et vederlag. I følge Justisdepartementet bør dette vederlaget utmåles til «summen av verdien av VPS' enkelte eiendeler isolert sett, fratrukket sentralens forpliktelser». Denne erstatningen må brukes til et formål med tilknytning til det opprinnelige formålet bak opprettelsen av VPS. I følge Justisdepartementet kan det imidlertid ikke stilles strenge krav til tilknytningen. Justisdepartementet har i denne sammenheng vist til at det opprinnelige formålet med VPS vil bli ivaretatt av det nye allmennaksjeselskapet, og til at sentralen har dekket behov som er tett sammenvevd med interessene til næringslivet generelt.

Finansdepartementet antar at en erstatningsutbetaling basert på en utmåling som antydnet av lovavdelingen til finansmarkedsfondet vil ligge innenfor for formålet til stiftelsen VPS. Det vises til omtalen av finansmarkedsfondet ovenfor som må antas å ivareta formålet bak det opprinnelige VPS. Dette innebærer at erstatning etter Grunnloven § 105 kan ytes til dette fondet. Ved at midler fra omdanningen av Verdipapirsentralen tilføres samme fond som det som ble opprettet etter omdanningen av Oslo Børs vil administrasjonskostnadene reduseres i forhold til om det skulle opprettes to fond med likeartet formål.

Grunnloven § 105 innebærer således at en del av salgsprovenyet som tilsvarende VPS' eiendeler fratrukket dens forpliktelser overføres et fond (finansmarkedsfondet), mens det overskytende kan overføres til statskassen. En slik løsning harmoniserer med den løsning som ble valgt ved omdanningen av Oslo Børs. Etter departementets syn vil dette også være en hensiktsmessig løsning for VPS. Det vises til lovutkastet § 12-2.

Skattespørsmål

Verdipapirsentralen er i dag skattefri etter skatteloven § 2-30 (1) bokstav j. En overdragelse av eiendeler og gjeld til et allmennaksjeselskap vil ikke medføre skatteplikt for Verdipapirsentralen.

18 Enkelte endringer i verdipapirhandelloven

18.1 Innledning

I brev til Finansdepartementet av 21. desember 2000 foreslo Oslo Børs at det innføres en ny flaggegrense på 5 prosent i verdipapirhandelloven (vphl.) § 3-2 første ledd.

I brev til Finansdepartementet av 21. november 2000 foreslo Norsk Oppgjørssentral (NOS) å endre definisjonen av oppgjørsvirksomhet i vphl. § 1-5 (tidligere § 1-6).

Forslaget fra Oslo Børs og NOS ble sendt på høring ved departementets brev 6. februar 2001.

I brev til Finansdepartementet 9. april 2001 foreslo Kredittilsynet en endring av vphl. § 9-4 tredje ledd slik at det gis unntak fra clearingplikten for kjøpsretter der utstedelsen oppfyller nærmere forskriftsbestemte vilkår. Forslaget ble sendt på høring ved departementets brev 7. desember 2001.

18.2 Endring av flaggereglene i verdipapirhandelloven § 3-2

18.2.1 Gjeldende rett

Det følger av vphl. § 3-2 første ledd at erverv som fører til at erververens andel av aksjer og/eller rettigheter til aksjer som er notert på norsk børs når opp til eller passerer $\frac{1}{10}$, $\frac{1}{5}$, $\frac{1}{2}$, $\frac{2}{3}$ eller $\frac{9}{10}$ av aksjekapitalen eller en tilsvarende andel av stemmene i selskapet, straks skal meldes til børsen av erververen når avtale er inngått. Tilsvarende gjelder ved avhendelse som medfører at andelen reduseres til eller passerer de fastsatte grensene, jf. vphl. § 3-2 annet ledd. Prosentsatsene er i hovedsak basert på EØS-reglene som svarer til rådsdirektiv 2001/34/EF (tidligere rådsdirektiv 88/627/EØF). Det er gitt nærmere regler om meldingens innhold i vphl. § 3-3.

I andre europeiske land er det vanlig med en flaggegrense ved 5 pst eller lavere, selv om det ikke er noen EØS-forpliktelser som krever dette.

Gjeldende rett og utenlandsk rett er nærmere omtalt i Oslo Børs» høringsbrev.

18.2.2 Nærmere om forslaget

Oslo Børs mener for det første at offentlighetens og markedets behov for informasjon om selskapers eierforhold bare i begrenset grad ivaretas gjennom det offentlige aksjeeierregisteret, som er basert på Verdipapirsentralens registre. Oslo Børs fremholder bl.a.:

«For det første angir aksjeeierregisteret bare den formelle aksjonæren. Reelle aksjonærer som gjennom opsjonskontrakter eller andre rettigheter har rett til å kjøpe aksjene fra den oppførte eier vil ikke fremkomme i registeret. For aksjemarkedet er det nokså uinteressant å vite at for eksempel banker og investeringsforetak formelt står som eiere av store aksjeposter, når man vet at disse bare er parkeringsplass

for den reelle eieren. Denne svakheten gjelder enten den reelle eier bevisst skjuler sitt eierskap, eller har andre grunner for å etablere en slik konstruksjon. Heller ikke eiere av konvertible obligasjoner eller tegningsretter står oppført i aksjeeierregisteret.

En annen svakhet med aksjeeierregistret som opplysningskilde er at utenlandske aksjonærer ikke trenger å la seg registrere. Allmennaksjeloven § 4-10 gir utenlandske aksjonærer mulighet for å la en forvalter (nominee) føres inn i aksjeeierregisteret i stedet for aksjonæren (såkalt forvalterregistrering). Aksjeeierregisteret vil i disse tilfellene kun inneholde navn og adresse på forvalteren og at denne er forvalter av de aktuelle aksjene. Det reelle innsynet blir nokså begrenset når drøyt en tredel av aksjene på Oslo Børs eies av utenlandske aksjonærer. Bakgrunnen for at utlendinger kan la seg registrere gjennom forvaltere er at mange utlendinger ellers ville finne det så byrdefullt å opprette vps-konto i Norge og orientere seg om det norske systemet at de da heller ville unnlate å handle norske aksjer. Riktignok har forvalterne plikt til å gi opplysninger om hvem som er rette eier hvis myndighetene eller selskapet spør. Slik opplysningsplikt foreligger imidlertid ikke overfor øvrige aksjonærer, ansatte eller andre. Dessuten leder slike forespørsler fra selskapet eller myndighetene ofte til utenlandske selskaper som selv har ukjente eiere. Siden aksjebøkene i mange land er hemmelige kan også nordmenn skjule seg bak selskaper som er registrert i Monaco, Liberia, eller andre land med begrenset innsyn i aksjebøkene.

Aksjeeierregisteret gir heller ikke opplysninger hvis en registrert aksjeeier tilhører en gruppe av aksjonærer som opptrer samordnet. Dette kan være selskaper i samme konsern eller personer i samme familie som profilerte investorer. Det kan også være andre som gjennom avtaler har forpliktet seg til å samarbeide om å utøve innflytelse i selskapet. Flagging skal som tidligere nevnt skje på konsolidert basis, mens slik gruppetilhørighet ikke vil fremgå av aksjeeierregisteret.»

For så vidt gjelder hensyn for og i mot en lavere flaggegrense, uttaler Oslo Børs bl.a.:

«En lavere flaggeterskel vil for det første øke gjennomskiktigheten i markedet og gi alle aktører lik informasjon om identitet og eierandel til de aksjonærer som er betydelige eiere, men likevel holder seg under 10%. Slik informasjon kan i enkelte tilfelle være klart kursrelevant. Et eksempel er der en stor aktør med strategisk interesse for selskapet kjøper seg raskt opp mot 10% av aksjene og tilsvarende der en slik aktør selger seg ned fra i underkant av 10% og helt ut av selskapet. Det er et grunnleggende hensyn for børshandel at markedsaktørene i størst mulig grad har tilgang på lik og samtidig kursrelevant informasjon.

For det annet vil slik utjevning av informasjon bidra til å øke tilliten til både selskapene spesielt og markedsplassen generelt. Den usikkerhet som en stor ukjent aksjonær kan skape både for selskapet selv, øvrige aksjonærer, ansatte, lokalmiljø og allmennheten for øvrig kan reduseres gjennom å senke terskelen for flaggeplikt. Flere konkrete saker, herunder Orkla-saken har vist at det kan skape betydelig usikkerhet for de nevnte gruppene å ha nederste flaggegrense så høyt som på 10%. Slik usikkerhet fører gjerne til at ressurser benyttes på andre ting enn det som er samfunnsøkonomisk nyttig. I tillegg kan svekket tillit til markedsplassen føre til lavere aktivitetsnivå blant investorene og dårligere tilgang på risikokapital for selskapene.

For det tredje vil Norge gjennom å senke første terskel for flaggeplikt nærme seg flaggeregelene slik de praktiseres i de fleste øvrige

land i Europa. Det er vanskelig å se hvorfor det norske verdipapirmarkedet skal være mindre åpent på dette området enn ellers i Europa. Med den internasjonalisering vi ser innenfor børs- og verdipapirmarkedet er det et selvstendig hensyn at Norge bør ha regler som ikke avviker for mye i forhold til de markeder som er mest nærliggende å sammenligne seg med. Mange utlendinger ser gjerne på Skandinavia som et marked i denne forbindelse slik at det blir særlig viktig å harmonisere våre regler med reglene i Sverige og Danmark.

Det kan imidlertid også anføres enkelte hensyn mot å innføre en ny og lavere terskel for flaggeplikten:

Større åpenhet om eierskap vil kunne føre til noe lavere aktivitet og handel blant de aktører i markedet som setter hensynet til anonymitet særlig høyt. Dette vil igjen kunne redusere likviditeten i det norske aksjemarkedet. Til dette er å si at lavere flaggeterskel enn 10% ikke har medført store problemer i denne henseende i de europeiske land som har en lavere terskel enn vår. Den eventuelle effekten en senking av flaggeterskelen har på likviditeten i markedet vil, om noen, trolig være svært marginal. Et relevant moment i denne sammenheng er det også at større åpenhet bidrar til økt tillit som igjen har positive effekter på aktiviteten og likviditeten.

Det kan også hevdes at den åpenhet som følger av en lavere minste flaggeterskel kan gjøre det vanskeligere å gjennomføre større oppkjøp av norske børsnoterte selskaper. Oppkjøperen vil ofte være interessert i kjøpe opp et større antall aksjer i målselskapet før det offentliggjøres at det vil komme et tilbud til alle aksjonærene. Ved offentliggjøring av oppkjøpstilbudet vil kursen i målselskapet ofte stige og en tidlig offentliggjøring kan derved gjøre det vanskeligere (og/eller dyrere) å få til et vellykket oppkjøp. I og med at vi har en terskel for flaggeplikt allerede på 10%, samt at også opsjoner og forhåndsaksepter inngår i beregningsgrunnlaget for prosentandelen, er det vanskelig å se at en senking av terskelen vil gjøre det noe særlig vanskeligere å gjennomføre oppkjøp av børsnoterte selskaper. Trolig er det i første rekke reglene om tilbudsplikt som er avgjørende for hvor vanskelig det er å gjennomføre oppkjøp.

Det kan også innvendes at det vil føre til for mye flagging ved en ny flaggegrense i tillegg til de allerede eksisterende flaggegrensene. Dersom det stadig kommer meldinger om eierskifte vil dette kunne gjøre at markedet har vanskeligere for å oppfatte de strategisk viktige eierskiftene samtidig som investorene pålegges byrder som ikke gir noen nytte. Når en ser på hvordan reglene er utformet i de øvrige europeiske land er det vanskelig å se dette som en reell innvending. Som nevnt er det danske regelverket utformet slik at flaggeplikt inntreffer ved passering av første 5% av aksjene, samt deretter for hver ny 5%-grense til og med 95%. I tillegg til dette er det flaggeplikt ved passering av grensene 1/3 og 2/3. Sett på denne bakgrunn er det Oslo Børs syn at en ytterligere flaggeterskel ikke vil påføre investorene uoverkommelige byrder eller skape uklare forhold i markedet.»

Oslo Børs foreslår at den nye flaggegrensen bør være 5 pst. Det vises særlig til at en tilsvarende grense gjelder i Sverige og Danmark. Det uttales bl.a.:

«Når det gjelder spørsmålet om på hvilket nivå en ny flaggegrense bør settes, er det etter vår oppfatning av særlig betydning at en får til en harmonisering med det regelverket som gjelder i Sverige og Danmark. Som nevnt oppfattes Skandinavia ofte som ett marked for utenlandske investorer og det har en egenverdi å ha mest mulig like regler på dette området. Gjennom Norex-alliansen vil aksjehandelen på Oslo

Børs om et drøyt år foregå på samme handelsplattform som børsene i Stockholm og København i tillegg til Island. Børsene i Norex-alliansen tar i fellesskap sikte på å fremme forslag om harmonisering av børs- og verdipapirrettslige regler, herunder flaggereglene. Dette trekker sterkt i retning av at flaggeterskelen fastsettes til 5 % også i Norge.»

Oslo Børs drøfter særskilt om det bør gjøres endringer i plikten til å melde fra til børsen *straks*. Det foreslås imidlertid ingen endringer, bl.a. under henvisning til at det ennå ikke er foreslått harmoniserte regler innen NOREX-alliansen på dette punktet.

18.2.3 Høringsinstansenes merknader

Alle høringsinstanser som har avgitt merknader støtter forslaget fra Oslo Børs om å senke terskelen for flaggeplikten. Det fremheves bl.a. at det fremstår som hensiktsmessig å bringe det norske regelverket i overensstemmelse med praksis i andre land, samtidig som en lavere flaggeterskel vil bidra til å øke gjennomsliktigheten i markedet.

Kredittilsynets slutter seg etter en helhetsvurdering til Oslo Børs forslag og uttaler bl.a.:

«I følge Rådsdirektiv 88/627/EØF om opplysninger som skal offentliggjøres ved erverv eller avhendelse av en betydelig eierandel i et børsnotert selskap, skal erverv som medfører at erververen blir innehaver av aksjer som tilsvarer 10 % av stemmerettene i selskapet flagge dette offentlig. Plikten gjelder tilsvarende ved salg som medfører at investor igjen kommer under grensen. Direktivet er et minimumsdirektiv og en rekke land har innført strengere regler enn det som følger av direktivet. Noen land, inkludert Norge, har valgt å knytte flaggeplikten også til selskapskapitalen, noe direktivet åpner for. Videre krever ikke direktivet at opsjoner og liknende rettigheter til aksjer skal medregnes, slik som i Norge. For så vidt gjelder opplysninger om de grensene som praktiseres i de ulike land er det gitt en oversikt i en dansk undersøkelse datert desember 2000 og betegnet «Ekspertundersøgelse vedrørende åbenhed om aktiebesiddelser». Undersøkelsen er utarbeidet på oppdrag fra det danske Finanstilsynet ⁴⁾. I følge undersøkelsen har land som Sverige, Danmark, Belgia, Østerrike, Holland, Island og Tyskland valgt å la flaggeplikten inntre ved 5 prosent. I Storbritannia og Italia inntre flaggeplikten allerede ved hhv. 3 prosent og 2 prosent. Teknikken som blir benyttet er noe forskjellig. I enkelte land, slik som Norge, følger flaggeplikten direkte av lov. I andre land suppleres plikten ytterligere i form av regler utstedt av selvregulerende organer. Dette er tilfelle for eksempel i Sverige. Andre land synes å ha tradisjon for å regulere flaggeplikten gjennom selskapsvedtektene.»

Etter Kredittilsynets syn er det ikke gitt at det er hensiktsmessig med en tilsvarende lav terskel i det norske verdipapirmarkedet, og uttaler videre:

«I et lite marked som det norske med forholdsvis høy eierkonsentrasjon, vil et erverv av aksjer på 5 prosent av stemmene eller aksjekapitalen ikke nødvendigvis gi samme innflytelse som i et marked med en større aksjespredning.

⁴⁾ Utarbeidet av Professor, lic.jur. Nis Jul Clausen, LL.M. - Syddansk Universitetet og Professor Karsten E. Sørensen, Ph.D., LL.M. - Handelshøyskolen i Århus.

Videre vil en senkning av flaggeterskelen trolig medføre langt flere flaggemeldinger enn man har i dag. Også det forhold at rettigheter til aksjer skal medregnes i tillegg til aksjeeie, trekker i denne retningen. Dersom situasjonen i Norge skulle bli slik at det blir en betydelig økning av flaggemeldinger som skal offentliggjøres gjennom de godkjente kanaler, kan dette motvirke formålet om å legge til rette for et ordnet og effektivt verdipapirmarked, jf. vphl. § 1-1. Dette må sees i lys av det som er sagt over om begivenhetenes markedsinteresse. Det vises til at en stadig flom av mindre interessante meldinger kan resultere i at investorer må bruke mer tid på å sortere nyheter som er av genuin interesse. Dessuten kan det, som børsen påpeker, medføre en fare for at viktig informasjon ikke blir oppfattet i markedet. I forbindelse med dette nevnes at en senkning av grensen vil åpne flagging i en helt ny sektor, nemlig finanssektoren. Bakgrunnen er 10 prosent eierbegrensningskravene som finnes i finansieringsvirksomhetsloven § 2-2.

Hos investorene er det åpenbart at en senkning av terskelen vil kreve skjerpede rutiner og oppfølging. Dette vil særlig gjelde konsernselskaper, og andre, som må flagge på konsolidert basis. Enkelte investorer må innføre helt nye rutiner idet flagging etter gjeldende regler har vært lite aktuelt. Dette gjelder for eksempel fondsforvaltningsselskapene. Hvor tyngende flaggereglene vil oppfattes av den enkelte investor, vil trolig også avhenge av hvor hurtig det stilles krav om at meldingen skal skje. I dag stilles det krav om at meldingen skal skje i samsvar med vphl. § 3-2 første ledds ordlyd, nemlig «straks». Ut fra formålet med bestemmelsen bør det etter Kredittilsynets mening ikke være aktuelt å forlenge denne fristen.»

Kredittilsynet fremhever at det vil kreves mer ressurser til å følge opp bestemmelsen, da det er grunn til å tro at en senking av flaggegrensen vil innebære at bruddene skjer hyppigere.

Kredittilsynet bemerker at det bør vurderes å gjøre flaggeplikten gjeldende for erverv og avhendelse av grunnfondsbevis, og uttaler i den forbindelse:

«Utover dette bemerker Kredittilsynet at Verdipapirlovutvalget ikke fant grunn til å vurdere nærmere å gjøre grunnfondsbevis til gjenstand for flaggeplikt etter vphl. § 3-2, jf. NOU 1996:2 pkt. 7.3.1.2. Bakgrunnen er at finansieringsvirksomhetsloven § 2-2 om at ingen kan eie mer enn 10 prosent av grunnfondsbevisene, gjennom ulike forskrifter er gjort gjeldende også for slike instrumenter. Dersom flaggeplikten skal gjøres gjeldende allerede ved 5 prosent bør trolig også erverv/avhendelse av grunnfondsbevis inkluderes av flaggeplikten. Det vises til at grunnfondsbevis kan gi en vedtektsfestet rett til innflytelse i foretaket.»

Også *Norges Bank* støtter forslaget fra Oslo Børs. Norges Bank fremhever at institusjonene i den norske verdipapirkjeden og aktørene i det norske verdipapirmarkedet ikke bør ha dårligere rammevilkår enn de som gjelder i sammenlignbare land. Etter Norges Banks syn kan en harmonisering av regelverket gjøre det norske verdipapirmarkedet mer attraktivt for utenlandske investorer og dermed være et bidrag til mer velfungerende verdipapirmarkeder. Norges Bank fremholder at et viktig formål med en lavere flaggeterskel er å bedre informasjonen til markedet ved å sørge for større åpenhet om identiteten til aksjonærer som er betydelige eiere. Norges Bank trekker også frem hensynet til selskapet og dets ledelse som argument for å senke flaggeterskelen.

Norges Fondsmeglerforbund har ingen prinsipielle innvendinger mot at det innføres en 5 prosent terskel i Norge og mener at norsk regelverk på dette området i størst mulig grad bør være harmonisert med regelverket i de land som deltar i NOREX-samarbeidet. Etter Fondsmeglerforbundets oppfatning må 5 prosent grensen sees i sammenheng med øvrige forskjeller i regelverket både innen NOREX-land og Europa og uttaler:

«Det er således av avgjørende betydning for vårt standpunkt til innføring av 5 % grensen at det foretas enkelte andre tilpasninger i gjeldende lovgivning, og da særlig knyttet til konsolideringsreglene og fristreglene. Begrunnelsen for dette er dels praktiske grunner, men også fordi et erverv som utløser flaggeplikt ofte blir sett på som en strategisk aksjeinvestering fra erververens side og da særlig knyttet til overskridelse av første flaggegrense - i dag 10 %. Mange aktører vil derfor være varsomme med å nærme seg flaggegrensen for å unngå spekulasjon om det ligger strategiske beslutninger bak ervervet. En første flaggegrense på 5 % kan få den følge at norske finanskonsern vil kunne bli mindre aktive aktører enn de er i dag i norske børsnoterte selskaper, med mindre det gjøres endringer i konsolideringsbestemmelsene.

En rekke av våre medlemsforetak inngår som en del av større finanskonserner, noen som en integrert avdeling av større banker, andre som datterselskaper. Innenfor disse foretak/konserner vil det i tillegg til verdipapirforetaket være flere avdelinger/datterselskaper som opptrer som kjøpere og selgere av aksjer, enten for egen regning og risiko eller på vegne av sine kunder. Dette kan gjelde f.eks bankens egenhandel som ledd i egen kapitalforvaltning, forsikringsselskaper som forvalter både egne og kunders midler, verdipapirfondsförvaltning med mer. Felles for disse virksomheter er at de skal drives adskilt fra hverandre og adskilt fra foretakets/mørselskapets øvrige virksomhet. Lovgivningen stiller strenge krav til informasjonssperrer slik at det til dels vil være umulig å skaffe en samlet oversikt over beholdninger innenfor de frister som gjelder for flagging i dag uten at man går på akkord med regelverket om informasjonssperrer. I dag er denne type problemstilling gjerne løst ved at de enkelte enheter har en handleramme i % av hvert utstederselskaps aksjekapital slik at summen av disse handlerammer er under 10 %. Med en første flaggeterskel på 10 % er slike handlerammer praktikable for de enkelte enheter, men kan bli uakseptabelt lave dersom det ikke gjøres endringer i konsolideringsreglene, jf nedenfor. Som eksempel vil vi påpeke at verdipapirforetak i banker driver market-makervirksomhet i standardiserte aksjeopsjoner noe som betinger at foretaket også kan «hedge» seg i de underliggende aksjer. Dersom denne type posisjoner skal konsolideres med posisjoner øvrige deler av konsernet besitter, kan handlerammene bli så vidt lave at det neppe er mulig å drive normalt lagt til grunn at dette ikke skal konsolideres med aksjer eiet av selskaper i samme konsern som forvaltningsselskapet. Begrunnelsen for dette er dels at aksjene i slike tilfeller eies av fondet og i andelseiernes interesse og dels at det foreligger effektive informasjonssperrer, jfr Degré:

«Flagging av større aksjeposter i børsnoterte selskaper», (Tidskrift for forretningsjus 1999 s 244). Dette unntaket synes fornuftig og synes også å være i samsvar med vphl § 3-2 siste ledd jfr. § 1-5. Begrunnelsen kan for så vidt like godt anvendes i forhold til f.eks forvaltning av livsselskapenes og pensjonskassers midler på vegne av kunder. For oss fremstår det som uklart om slike aksjeinnehav etter dagens regelverk skal konsolideres med aksjeinnehav som øvrige deler av finanskonsern besitter.

EUs storaksjonærdirektiv (88/627/EF) åpner for at det kan gjøres visse unntak fra flaggeplikten, jfr art. 9. Denne unntaksmuligheten er ikke benyttet i dagens norske lovgivning.

Det er helt avgjørende for oss at man benytter den unntaksmulighet som ligger i direktivets art. 9, slik at verdipapirforetakenes handel som ledd i investeringstjenestevirksomhet unntas fra flaggeplikten. Dette er handel som foretas som ledd i markedspleien f eks gjennom markertmakervirksomhet. I Danmark er det gjort unntak for medlemmer av en fondsbørs når besittelsen ikke benyttes til å gripe inn i selskapets forvaltning, jfr storaksjonærbekendtgørelsen § 4. I følge «Eksportundersøgelse vedrørende åbenhed om aktiebesiddelser» utarbeidet av professor Nis Jul Clausen og professor Karsten Ensig Sørensen på oppdrag fra det danske Finanstilsynet, er et slikt unntak på linje med reguleringen i de fleste land, jfr undersøkelsens punkt 5.1 s 26.»

Norges Fondsmeglerforbund foreslår etter dette følgende:

«Vi forslår at vphl § 3-2 får et nytt siste ledd om at flaggeplikten etter § 3-2 ikke gjelder for verdipapirforetaks erverv og avhendelse foretatt som ledd i investeringstjenestevirksomheten. I tillegg mener vi at det må fremgå at aksjeinnehav som livsselskaper besitter på vegne av kunder ikke skal konsolideres med aksjeinnehav som besittes av andre selskaper innen samme konsern.»

Fondsmeglerforbundet viser til fristreglene i direktivet og fremholder at dersom de ovennevnte unntaksmuligheter ikke benyttes, så bør det vurderes å endre tidspunktet for flaggeplikten inntreden. Fondsmeglerforbundet bemerker at det er viktig å ta hensyn til hvem som omfattes av flaggeplikten når grensene senkes, jf. bl.a. vphl. § 1-5 nr. 5 om hvem som anses som nærstående.

Flere høringsinstanser har merknader til kravet om at melding skal gis «straks» avtale om erverv eller avhendelse er inngått. *Den norske Advokatforening* mener det må vurderes om fristen for å flagge bør være lik fristen i Sverige, som er innen børsåpning dagen etter erverv eller avhendelse. *Næringslivets Hovedorganisasjon* mener at tidsfristen i det minste ikke bør være strengere enn svenske regler. *Økokrim* bemerker at det er viktig for den strafferettslige håndhevelse av overtredelser av flaggeplikten at det ikke skapes noen uklarhet eller svekket forutberegnelighet med henhold til fristens lengde. *Kredittilsynet* mener at fristen ikke bør forlenges og viser til formålet med bestemmelsen (jf. sitat ovenfor).

Skattedirektoratet bemerker at flaggingsreglene og aksjeeierregisteret ikke kan sees som alternative måter å oppnå gjennomsiktighet på. At aksjeeierregisteret viser de virkelige eierforhold er et fundament for myndighetenes kontroll og ivaretar i tillegg det viktige hensyn til gjennomsiktighet i verdipapirmarkedet. Etter Skattedirektoratets oppfatning kan flaggingsreglene dels ivareta de samme hensyn, men bare supplerende og på et begrenset felt.

18.2.4 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til Oslo Børs' forslag om å senke den nedre terskelen for flaggegrensen. Departementet er enig i Oslo Børs' vurdering av at en lavere flaggeterskel vil øke gjennomsiktigheten i markedet og legger til rette

for at markedsaktørene i størst mulig grad gis tilgang på lik informasjon om identitet mv. om de aksjonærer som eier mer enn 5 prosent. For øvrig vises til at en lavere flaggegrense enn 10 prosent er vanlig i andre EØS-land, herunder andre nordiske land.

Det foreslås i samsvar med forslaget fra Oslo Børs at flaggeplikt inntrer når erververens andel av aksjer passerer 5 prosent (1/20) av aksjekapitalen eller en tilsvarende andel av stemmene i selskapet, jf. vphl. § 3-2 første ledd. Dette gjelder tilsvarende for den som ved avhendelse endrer sin andel av aksjer slik at andelen reduseres til eller passerer denne grensen, jf. vphl. § 3-2 annet ledd. De øvrige terskelverdiene i vphl. § 3-2 første ledd videreføres.

Departementet mener i likhet med Norges Fondsmeglerforbund og Kredittilsynet at en lavere flaggeterskel medfører behov for særlige regler for verdipapirfortak. Formålet med flaggereglene er i hovedsak å gi selskapet og markedet informasjon om erverv som kan påvirke eierstrukturen i selskapet. Dette hensynet er i varierende grad relevant ved reguleringen av verdipapirforetaks handel på vegne av kunder. Det vises for øvrig til EØS-reglene som svarer til rådsdirektiv 2001/34/EF art. 94 (tidligere rådsdirektiv 88/627/EF art. 9), der det åpnes for å gjøre unntak fra flaggeplikten for investeringstjenestevirksomhet. Etter departementets syn reiser imidlertid utformingen av et slikt unntak særskilte problemer. Et generelt unntak knyttet til handel «som ledd» i investeringstjenestevirksomheten vil kunne favne for vidt, særlig i forhold til situasjoner hvor foretaket fremstår utad som reell eier av aksjer, og kan utøve aksjonærrettigheter etter allmennaksjeloven § 4-4. Et alternativ vil kunne være å knytte unntaket til foretakets rett til å utøve aksjonærrettigheter. Departementet viser i den forbindelse til at en lignende løsning synes å være valgt i Danmark, jf. overfor under Fondsforbundets høringsuttalelser. Etter departementets syn krever spørsmålet nærmere utredning enn det de inngitte høringsuttalelser gir grunnlag for å foreta. Videre synes et begrenset unntak fra flaggeplikten for verdipapirforetak å kreve en regulering på et detaljnivå som gjør det unaturlig å regulere forholdet i lovtekst. For øvrig viser departementet til at det er viktig av hensyn til håndhevelse av flaggereglene å unngå uklarheter i rekkevidden av et eventuelt unntak fra flaggeplikten. Departementet foreslår på denne bakgrunn at det gis hjemmel for at departementet kan gi nærmere regler om dette i forskrift, jf. forslag til vphl. § 3-2 nytt åttende ledd.

Det er også reist spørsmål om det bør innføres unntak for flaggeplikten for forsikringsselskap. Departementet kan imidlertid ikke se at hensynene bak flaggereglene gjør seg gjeldende i mindre grad ved forsikringsselskapers handel og vil ikke foreslå et slikt unntak. Det må kunne legges til grunn at forsikringsselskapers og andre finansinstitusjoners handel vil oppfattes som relevant i markedet. Slike institusjoner vil også kunne utøve betydelig aksjonærmakt.

Der det er grunnlag for konsolidering, påligger flaggeplikten den som foretar det siste ervervet som utløser plikten. Det legges til grunn at denne regelen videreføres uten endringer.

Kredittilsynet har i sin høringsuttalelse vist til at grunnfondsbevis ikke er omfattet av flaggereglene. Det følger av forskrift 7. februar 2001 nr. 108 § 15 at eierbegrensningsreglene i finansieringsvirksomhetsloven § 2-2 gjelder for grunnfondsbevis, slik at ingen kan eie mer enn 10 prosent av grunnfondsbevi-

sene. Det er tidligere antatt at det derfor ikke er hensiktsmessig å pålegge flaggeplikt for erverv og avhendelse av grunnfondsbevis, jf. verdipapirhandel-lovutvalgets uttalelser i NOU 1996: 2 s. 91. På bakgrunn av at den nedre terskelen senkes til 5 prosent, foreslår departementet at flaggereglene gjøres gjeldende for grunnfondsbevis, jf. forslag til vphl. § 3-2 nytt sjuende ledd.

Det legges til grunn at vphl. § 14-3 tredje ledd om straff for overtredelse av flaggeplikten videreføres, slik at påtalespørsmålet og straffeutmålingen på vanlig måte vil måtte vurderes på bakgrunn av overtredelsens karakter, herunder om overtredelsen kan anses forsettlig eller uaktsom, se nærmere om dette i Ot.prp. nr. 29 (1996-97) s. 149.

18.3 Endring av definisjonen av oppgjørsvirksomhet i verdipapirhandeloven § 1-5

18.3.1 Gjeldende rett

Det følger av vphl. § 1-5 (tidligere vphl. § 1-6) at oppgjørsvirksomhet er «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 vphl. § 1-2 annet ledd nr. 4 til 8 og forpliktelser vedrørende lån av finansielle instrumenter». Vphl. § 1-2 annet ledd nr. 4 til 8 er ulike typer derivater. Definisjonen av oppgjørsvirksomhet dekker således ikke oppgjørsvirksomhet i tilknytning til for eksempel aksjer og obligasjoner.

Opgjørsvirksomhet som definert i vphl. § 1-5 er konsesjonspliktig etter lovens § 6-1. Oppgjørsvirksomhet omtales også som «clearing».

18.3.2 Nærmere om forslaget

I sitt brev av 21. november 2000, gjør Norsk Oppgjørssentral (NOS) nærmere rede for forslaget om å utvide definisjonen av oppgjørsvirksomhet. Det uttales bl.a.:

«Det er tradisjonelt sett derivater som har vært underlagt clearing. Dette er i ferd med å endre seg. Internasjonalt arbeides det med at spothandel av aksjer også underlegges clearing. Dette vil skje på samme måte som ved clearet derivathandel, ved at en oppgjørssentral trer inn i kontraktene eller på annen måte garanterer for oppfyllelse. Dette benevnes internasjonalt som CCP (Central Counter Party).

Det er både risikomessige og kostnadmessige fordeler ved CCP for spothandel.

Gjennom CCP reduseres kredittrisiko i oppgjørssystemet ved at risikoen deltaker har mot ulike motparter blir erstattet av én risiko mot CCP'en. CCP muliggjør også netting av transaksjoner på tvers av aktører, produkter (f.eks. aksjer, derivater, verdipapirlån) og oppgjørssperioder. Netting av transaksjoner vil redusere falte handler i oppgjørssystemet som følge av manglende leveranse, siden antall transaksjoner og kjedeeffekter i leveranser reduseres. Sikkerhetsstillelse skjer i forhold til deltakerens totale forpliktelser og gir et mer korrekt bilde av deltakerens eksponering og risiko. I tillegg til deltakernes sikkerhetsstillelse vil CCP'ens gjennomføringsevne av transaksjoner sikres gjennom en tilfredsstillende kapitalbuffer bestående av bla egenkapital og/eller garantier eller forsikringer. Den totale effekten av

å introdusere CCP er en redusert risiko for oppgjørssystemet, noe som også vil øke tilliten til markedet.

For deltakerne innebærer netting av transaksjoner og kryssmarginering og sikkerhetsstillelse på tvers av instrumenter reduserte kostnader. Netting gir færre transaksjoner og således lavere transaksjonskostnader. Marginberegning som skjer på kryss av instrumenter innebærer også en nettingeffekt og lavere kapitalbinding i form av sikkerhetsstillelse. Deltakerne vil også få lavere administrative kostnader som følge av «straight through processing» fordi kontaktpunktene mot ulike infrastrukturinstitusjoner reduseres ved CCP.

Oppgjørssentralen Clearnet har i samarbeid med Euronext (sammenslåing av børsene i Amsterdam, Brussel og Paris) under implementering en CCP-løsning for spothandel av aksjer. Oppgjørssentralen London Clearing House og den britiske verdipapirsentralen Crest har under utarbeidelse en tilsvarende løsning for London Stock Exchange og Tradepoint. Det nye Jiway-systemet (markeds plass i regi av OM-gruppen og Morgan Stanley) bygger også på CCP.

De nordiske børser har nylig inngått NOREX-samarbeidet. I denne forbindelse har NOREX nedsatt en arbeidsgruppe som skal se på oppgjørsløsninger for NOREX-markedet. Arbeidsgruppen har invitert en del oppgjørssentraler i Europa til å gi tilbud på CCP-løsninger for aksjehandelen over NOREX, herunder NOS. NOS arbeider nå med å utforme løsninger og finne internasjonale samarbeidspartnere.

Det vil være en styrke for det norske finansmarkedet dersom en CCP-løsning for aksjehandelen over NOREX ble lagt til Norge i regi av NOS. I motsatt fall er det en mulighet for at også den clearing som NOS i dag forestår av derivater notert på Oslo Børs, kan bli lagt til en ny nordisk oppgjørssentral, og dermed forsvinne ut fra Norge. Muligheten for NOS til å kunne være med på en nordisk CCP-løsning vil derfor være av sentral betydning både for NOS sin fremtid, og for det norske finansmarkedet.

For at NOS skal kunne cleare aksjer, må det foretas en endring i vphl § 1-6 slik at definisjonen av oppgjørsvirksomhet knyttes til finansielle instrumenter som nevnt i vphl § 1-2 andre ledd, og ikke bare til derivatene som nevnt i andre ledd nr 4-7.

Lovens forarbeider inneholder ikke opplysninger som tilsier hvorfor lovteksten ble avgrenset til kun å gjelde derivatene som nevnt i andre ledd nr 4-7. Grunnen kan at vært at det ved lovens tilblivelse ikke var vanlig i Norge eller internasjonalt å cleare annet enn derivater, og at lovteksten ble utformet i samsvar med dette. Det synes ikke å foreligge noen reelle hensyn eller tilsynshensyn som skulle tilsi en slik begrensning.

Lovgivningen både i Sverige og Danmark knytter oppgjørsvirksomhet til clearing av finansielle instrumenter som sådan, uten å begrense dette til derivater. Så vidt NOS har bragt på det rene gjelder tilsvarende også for UK. Foruten hensynet til rettsenhet, vil den ulike lovgivningen også bety et konkurransehindrende moment for norske oppgjørssentraler ved at slike oppgjørsløsninger ikke kan tilbys i konkurranse med andre oppgjørssentraler på det utenlandske marked med sin norske konsesjon. For det norske marked betyr det at det ikke kan tilbys like effektive oppgjørsløsninger som i utlandet. Dette kan bety høyere transaksjonskostnader i det norske marked i forhold til andre markeder, og dermed mindre interesse fra investorer.

Vi vil til slutt påpeke at en CCP-løsning for spottransaksjoner ikke representerer andre risikomomenter enn de som allerede håndteres

av NOS. NOS håndterer terminer på aksjer i dag, og en spottransaksjon er ikke annet enn en termin med kort løpetid. Markedsrisikoen ved å tre inn som motpart i terminkontrakter må anses høyere enn for spottransaksjoner etter som løpetiden er lenger og mulighetene for større kursutslag er større. Eventuelt øket total residualrisiko for oppgjørssentralen pga økt transaksjonsvolum dekkes inn gjennom økning av oppgjørssentralens kapital, forsikringer og garantier i samsvar med vphl § 6-2 første ledd.

Når det gjelder det tilsynsmessige aspekt ved en CCP-løsning for spottransaksjoner kan NOS ikke se forhold som er av negativ betydning hverken for tilsynet med oppgjørssentraler eller tilsynet med verdipapirmarkedet.

På denne bakgrunn ber vi om at det foretas en endring i vphl § 1-6 slik at bestemmelsen refererer til finansielle instrumenter som nevnt i vphl § 1-2 annet ledd, uten at dette begrenses til de instrumenter som er nevnt i annet ledd nr 4-7.»

18.3.3 Høringsinstansenes merknader

Samtlige høringsinstanser som har merknader til NOS forslag, er positive til å endre definisjonen av oppgjørsvirksomhet i vphl. § 1-5 slik at den utvides til å omfatte finansielle instrumenter som faller inn under vphl. § 1-2 annet ledd.

Finansnæringens Hovedorganisasjon (FNH) støtter forslaget og fremhever betydningen av at lovbestemte rammebetingelser for aktører i verdipapirmarkedet i Norge og organiseringen av virksomhet i infrastrukturen for dette markedet harmoneres med det som gjelder internasjonalt. FNH viser til at svensk og dansk lovgivning gir adgang for clearingvirksomhet av finansielle instrumenter, uten å begrense dette til derivater. FNH påpeker at de ikke signaliserer noen holdning til spørsmålet om eventuell etablering av en clearingsentral (CCP).

Kredittilsynets slutter seg også til forslaget og uttaler:

«Verdipapirforetak har etter verdipapirhandelloven § 11-1 annet pkt oppfyllelsesansvar overfor sin oppdragsgiver og den det har sluttet avtale med. Etter ordlyden i verdipapirhandelloven § 1-6 vil dette være oppgjørsvirksomhet når verdipapirforetaket utfører ordrer om opsjoner og terminer. Kredittilsynet har imidlertid lagt til grunn at utøvelsen av investeringstjenester faller utenfor definisjonen, slik at konsesjonsplikten etter § 6-1 første ledd ikke utløses. Dette er i tråd med utvalgets oppfatning slik den fremkommer i NOU 1996:2 side 181. Tilsvarende er lagt til grunn for oppgjørsvirksomhet kredittinstitusjoner utfører som ledd i sin alminnelige virksomhet.

NOS anfører at oppgjørsvirksomhet i andre finansielle virksomheter i tillegg til derivater vil redusere kredittrisikoen i oppgjøret ved at hver deltaker får oppgjørssentralen som motpart i stedet for flere ulike motparter. NOS anfører videre at netting av transaksjoner vil redusere falte handler i oppgjørssystemet som følge av manglende leveranse. Kredittilsynet slutter seg i hovedsak til disse vurderingene. Inntil NOS' avregningssystem eventuelt blir godkjent som verdipapiroppgjørssystem etter lov om betalingssystemer kapittel 4, er det imidlertid usikkert hvorvidt slik motregning vil kunne gjennomføres dersom en deltaker går konkurs. Tilsvarende usikkerhet gjelder for spørsmålet om sikkerhet en deltaker har stilt overfor oppgjørssentralen kan omstøtes av konkursboet. De særskilte motregningsreglene i verdipapirhandelloven kapittel 10 gjelder bare for fremtidige renteavtaler, rente-

og valutaopsjoner, rente- og valutaterminer, samt rente- og valutabytteavtaler.

Kredittilsynet legger til grunn at det å tre inn som part eller på annen måte garantere for oppfyllelse avtaler som gjelder omsettelige verdipapirer, verdipapirfondsandeler eller pengemarkedsinstrumenter, må anses som ledd i utøvelse av investeringstjenester, jf. verdipapirhandelloven § 1-2 første ledd nr 1 jf 7-1 tredje ledd nr 3. En endring av verdipapirhandelloven § 1-6 som foreslått medfører at oppgjørssentraler med konsesjon etter verdipapirhandelloven § 6-1 første ledd kan drive oppgjørsvirksomhet i disse finansielle instrumentene.

Kredittilsynet forutsetter at verdipapirforetaks ytelse av investeringstjenester innenfor gitt tillatelse ikke vil omfattes av en ny definisjon av oppgjørsvirksomhet i tråd med forslaget fra NOS slik at verdipapirforetakene på samme måte som tidligere kan gjennomføre ordrer i forbindelse med finansielle instrumenter uten at konsesjonsplikt etter verdipapirhandelloven § 6-1 første ledd utløses.»

Også *Verdipapirfondenes forening* støtter forslaget og uttaler:

«Dersom oppgjørssentraler får adgang til å cleare spottransaksjoner av finansielle instrumenter, vil dette kunne bidra til en effektivisering av oppgjørssystemet. Som NOS påpeker i sitt forslag, vil CCP (Central Counter Party) bidra til å redusere kredittrisikoen i oppgjørssystemet, samt muliggjøre netting av transaksjoner som igjen vil bidra til å redusere antall falte handler. Disse forholdene vil kunne bety redusert risiko for oppgjørssystemet, og forhåpentlig også innebære reduserte transaksjonskostnader for deltakerne.»

Den norske Advokatforening støtter forslaget, men er i tvil om en lovendring som foreslått er nødvendig. Advokatforeningen viser til vphl. § 6-3 annet ledd som åpner for at oppgjørssentraler kan drive virksomhet som har sammenheng med utøvelsen av oppgjørsvirksomheten og uttaler bl.a.:

«Det må anses relativt åpenbart at clearing av for eksempel «spot transaksjoner» i aksjer har sammenheng med «oppgjørsvirksomhet» slik dette er definert i § 1-6. Det bør av denne grunn kunne være tilstrekkelig at Departementet eller Kredittilsynet avgir en uttalelse om dette som fjerner eventuell tvil på dette punkt.»

Verdipapirsentralen (VPS) er også positive til NOS' forslag om utvidelse av virkeområdet til vphl. § 1-5. Etter VPS' vurdering er imidlertid behovet for en CCP ikke særlig fremtredende.

18.3.4 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til forslaget fra Norsk Oppgjørssentral ASA (NOS) om å utvide virkeområdet til vphl. § 1-5 (tidligere § 1-6), slik at definisjonen av oppgjørsvirksomhet utvides til å omfatte oppgjørsvirksomhet med andre finansielle instrumenter enn de som er nevnt i vphl. § 1-2 annet ledd nr. 4 - 7 (derivatkontrakter).

Etter departementets syn vil oppgjørsvirksomhet i tilknytning til andre finansielle instrumenter enn derivater, trolig kunne anses å være tilknyttet virksomhet til konsesjonspliktig oppgjørsvirksomhet etter gjeldende rett, jf. vphl. § 6-1 og § 6-3. Det er således neppe nødvendig med en lovendring for at NOS lovlig skal kunne drive slik virksomhet som beskrevet i forslaget. Depar-

tementet vil likevel foreslå en lovendring i samsvar med forslaget, siden oppgjørsvirksomhet i tilknytning til bl.a. aksjer etter departementets syn bør være konsesjonspliktig. Konsesjonsplikt vil sikre at aktørene kan legge til grunn at oppgjørsvirksomheten er av en viss kvalitet, uten at aktørene hver for seg må vurdere oppgjørsvirksomhetsaktørenes kvalitet i detalj. Etter departementets syn vil konsesjonsplikt knyttet til virksomhet som består i å tre inn i som part eller på annen måte garantere for oppfyllelse av avtaler som gjelder handel i bl.a. aksjer, legge forholdene til rette for rasjonell markedsadferd på lik linje med tilsvarende virksomhet i tilknytning til derivater.

Departementet legger i likhet med Kredittilsynet til grunn at ytelse av investeringstjenester faller utenfor definisjonen av oppgjørsvirksomhet, jf. tilsvarende i NOU 1996: 2 s. 181.

18.4 Clearing av kjøpsretter (covered warrants) når utsteder ikke eier underliggende instrument

18.4.1 Gjeldende rett

Etter vphl. § 9-4 tredje ledd skal verdipapirforetaks handel i børsnoterte finansielle instrument som nevnt i § 1-2 annet ledd nr. 4-7 foretas under medvirkning av oppgjørssentral som nevnt i vphl. § 6-1. Dette gjelder ikke for tegningsretter eller kjøpsretter som utstedes på like vilkår, samtidig og i en gitt mengde dersom utsteder eier de underliggende instrument.

Gjeldende rett er nærmere omtalt i Kredittilsynets forslag, jf. nedenfor.

18.4.2 Nærmere om forslaget

I brev 9. april 2000 gjør Kredittilsynet nærmere rede for forslaget. Kredittilsynet har vist til en beskrivelse av «warrants» utarbeidet av Oslo Børs i et internt notat 6. oktober 2000 og Kredittilsynet uttaler bl.a.:

«I henhold til beskrivelsen fra Oslo Børs, brukes betegnelsen «warrants» og «covered warrants» om henholdsvis tegningsretter og kjøpsretter. Den problemstillingen som reises av Oslo Børs gjelder imidlertid bare for kjøpsretter. Nedenfor benyttes begrepet «warrants» kun i denne betydningen.

I notatet fra Oslo Børs heter det:

Kjennetegnene ved warrants vil variere. På bakgrunn av de perspektiver for utstedelse av warrants som Oslo Børs har gjennomgått, er det enkelte fellestrekk:

- warrants utstedes i tilknytning til allerede børsnoterte aksjer
- utsteder vil ikke i utgangspunktet ha tilgang til de underliggende instrumenter det er utstedt warrants på
- løpetiden er forholdsvis lang, mellom 1 og 2 år, og kan enten innløses kun på innløsningsdatoen eller under hele perioden
- warrants er utstedt av andre enn det børsnoterte selskapet, normalt en finansinstitusjon (meglerhus)
- det gir en rett til erverv til en forhåndsbestemt pris
- det er en rett for utstederen til kontantoppgjør, men utgangspunktet er fysisk levering av de underliggende aksjene
- det er ingen aksjonærrettigheter tilknyttet warrants

Warrants utstedes normalt av en institusjon (normalt en finansinstitusjon), og omsettes i annenhåndsmarkedet som aksjer. Innløsning skjer mot den opprinnelige utstederen. Risikoen tilknyttet oppgjør av warrants vil være avhengig av utstederens soliditet.»

Kredittilsynet har vurdert om «warrents» skal henføres til vphl. § 1-2 annet ledd nr. jfr. tredje ledd nr. 3 eller til vphl. § 1-2 annet ledd pkt. 7, og uttaler bl.a. om dette:

«Ordlyden i de to definisjonene gir ingen klar anvisning på hvordan «warrants» skal plasseres. «Warrants» vil opplagt måtte anses som opsjon på kjøp av instrument som nevnt i verdipapirhandelloven § 1-2 annet ledd nr. 1. Det kan ikke leses ut av denne bestemmelsen isolert om det vil være avgjørende for rekkevidden hvorvidt instrumentet normalt omsettes eller om det utstedes av samme utsteder på like vilkår og i store serier. Samtidig vil «warrants» etter omstendighetene også kunne falle innenfor ordlyden i definisjonen av omsettelige verdipapirer som angitt ovenfor.

Warrants er etter sitt innhold en serie med kjøpsopsjoner. Kredittilsynet har ellers generelt sett tolket bestemmelsene verdipapirhandelloven § 1-2 annet ledd nr. 4-7 dithen at disse må anses som spesialbestemmelser i forhold til definisjonen av omsettelige verdipapirer. Instrumenter som kan henføres til disse bestemmelsene skal følgelig underlegges den regulering som gjelder for slike kontrakter, og skal ikke anses som omsettelige verdipapirer. Denne tolkningen er for øvrig også lagt til grunn i annen lovgivning der skillet mellom omsettelige verdipapirer og derivater er relevant, eksempelvis i verdipapirfondslovgivningen.

Kredittilsynet viser til at både Verdipapirhandellovutvalget og departementet har forutsatt at «warrants» skal anses å falle innenfor § 1-2 annet ledd nr. 7, jfr. henholdsvis uttalelsene i NOU 1996: 2 s. 180 jfr. utkast til bestemmelse i § 9-4, og departementets uttalelser i Ot. prp. 29 s. 111 (1996-97) sammenholdt med utkast til tilsvarende bestemmelse. Knut Bergo konkluderer i sin bok «Børs og verdipapirrett (Oslo, 1998) på s. 49 motsatt, idet han legger til grunn at «warrants» og «covered warrants» er en type tegningsrett som fanges opp av vphl § 1-2 tredje ledd nr. 3. På s. 58 utdypes dette, og hovedbegrunnelsen er knyttet til at det er tale om mengdeinstrumenter. Kredittilsynet er ikke enig i denne konklusjonen, og legger her avgjørende vekt på forholdet mellom § 9-4 tredje ledds første og annet punktum. Første punktum etablerer pliktig clearing for handel i finansielle instrumenter som nevnt § 1-2 annet ledd nr. 4-7. I annet punktum unntas tegningsretter eller kjøpsretter som utstedes på like vilkår, samtidig og i en gitt mengde, forutsatt at utsteder eier de underliggende verdipapirene. Dette unntaket ville bli meningsløst dersom slike retter i utgangspunktet ikke skal rubriseres inn under en av kategoriene i verdipapirhandelloven § 1-2 annet ledd nr. 4-7.

Kredittilsynet legger derfor til grunn at «warrants» slik de er beskrevet ovenfor, faller inn under vphl § 1-2 annet ledd nr. 7.»

Kredittilsynet omtaler videre forholdet til vphl. § 9-4 siste ledd og uttaler:

«Begrepet «handel» i bestemmelsens første punktum relaterer seg etter Kredittilsynets oppfatning til utstedelsen. For andre børsnoterte derivater enn warrants er dette også eneste form for «handel», da børsnoterte opsjoner og terminer ikke er gjenstand for annenhåndsomsetning. «Warrants» vil imidlertid kunne omsettes i

annenhåndsmarkedet. Kredittilsynet ser det likevel slik at clearingplikten også for denne typen finansielle instrumenter knytter seg til utstedelsen, ikke til eventuell senere annenhåndsomsetning av instrumentene. Det vises til at behovet for clearing oppstår i forhold til den som har en plikt til å innløse, ikke i forhold til andre tidligere erververe.

En kjøpsopsjon/kjøpsrett hvor utsteder ikke eier underliggende, slik situasjonen regelmessig vil være ved den type «warrants» som beskrives av Oslo Børs, oppfyller ikke lovens vilkår for å unntas fra plikten til clearing. En kjøpsrett hvor utsteder ikke eier underliggende instrument må derfor handles under medvirkning av oppgjørssentral for å oppfylle lovens vilkår.

Kredittilsynet har vist til utvalgets uttalelser i NOU 1996: 2 s. 180 og departementets uttalelser i Ot.prp. nr. 29 (1996-97) s. 112 og uttaler om dette:

«Utvalget konkluderte deretter med at det ikke var behov for å lovfeste et krav om tvungen clearing. Denne konklusjonen ble som vist ovenfor bare delvis fulgt opp av departementet, ved at det ble stillet krav om at utsteder av «warrants» altså må eie de underliggende aksjer eller lignende. Det ble av departementet ikke gitt noen nærmere begrunnelse for hvorfor dette tilleggsvilkåret ble innført.»

Kredittilsynet har videre vist til notatet fra Oslo Børs der det er anført at notering av «warrants» vil fremme aktiviteten og bidra til større likviditet i markedet, samt at det svenske markedet er et eksempel på at notering av «warrants» har hatt en betydelig vekst på få år. Videre heter det:

«Det er et vesentlig poeng at det ikke fremstår som vesentlig dyrere enn i andre markeder. En eventuell clearingplikt for warrants i det norske markedet vil gjøre produktet for dyrt og dermed uinteressant å notere i Norge. Dette kan lede til at slike produkter kanaliseres til andre markeder som igjen kan føre til negative effekter for verdipapirmarkedet for øvrig.

Oslo Børs viser til at motpartsrisikoen kan vurderes og prises, ved at motparten er kjent, i motsetning til hva som er tilfelle for noterte opsjoner for øvrig.

Kredittilsynet har også innhentet en uttalelse fra Norsk Oppgjørssentral ASA (NOS) av 13. november 2000. NOS uttaler bl.a.:

«Det norske derivatmarkedet er ikke så utviklet som det svenske, hvor det har vært et større retailmarked for derivater i flere år. Dette kan ha betydning for den investorbeskyttelse som en pliktig clearing kan gi. Oppgjørssrisikoen for de aktuelle warrants er avhengig av utsteders soliditet. Profesjonelle aktører vil prise warrants ut fra aksjekurs og kredittrisiko. Warrants i Sverige og andre land er et utpreget retailprodukt rettet mot småinvestorer. NOS stiller seg derfor tvilende til om disse investorene er i stand til å prise inn den kredittrisiko slik Oslo Børs hevder i sitt brev. Vi er også tvilende til at Oslo Børs skal ha noen rolle i å kredittvurdere utstedere av warrants. I et så lite finansmarked som det norske, kan det også være fare for at problemer som skyldes at utsteder ikke kan gjøre opp for seg, kan ha negativ effekt for tilliten til markedet.»

Kredittilsynets uttaler videre:

«NOS har i sin redegjørelse primært vurdert gjeldende rett, og har, som Kredittilsynet, kommet til at slike instrumenter omfattes av clearingplikten. NOS har ikke uttrykkelig konkludert i forhold til hvorvidt kravet om pliktig clearing av «warrants» bør opprettholdes, men har nøydt seg med å vise til enkelte betenkeligheter, jfr. sitatet ovenfor.

Slik Kredittilsynet ser det, bør ikke norske rammebetingelser svekke norske børsers konkurransedyktighet med mindre det foreligger grunner som tilsier en strengere regulering enn det som gjelder for konkurrerende markeds plasser. Det vises også her til notat fra Oslo Børs av 6. oktober 2000 (vedlegg 2), der også den mulige effekten for likviditeten i underliggende instrumenter berøres. Kredittilsynet legger for øvrig til grunn at et vel fungerende derivatmarked vil kunne virke stabiliserende for kursen i underliggende instrumenter.

En utvidelse av unntaket fra pliktig clearing også for «warrants» der utsteder ikke eier underliggende, vil kunne innebære at investor pålegges å vurdere og prise kredittrisikoen. Hvorvidt denne risikoen blir riktig priset, vil avhenge av markedet for denne typen instrumenter. Det vises her til NOS» synspunkter, hvor det fremheves at institusjonelle investorer nok vil ha bedre forutsetninger for å prise kredittrisiko basert på utstедers soliditet enn en privat investor. NOS viser videre til at det svenske markedet domineres av ikke-institusjonelle (retail) investorer. Kredittilsynet har imidlertid ikke på det nåværende tidspunkt grunnlag for vurdere hvordan et eventuelt norsk marked vil utvikle seg, og kan derfor ikke gi noen antakelser om hvordan kredittrisikoen eventuelt vil bli priset.

Når det gjelder hovedinnsigelsen, prisingen av kredittrisiko, vises det til at slik prising allerede foretas i det norske markedet ved utstedelse av obligasjoner og konvertible obligasjoner. Utstedere av warrants vil for øvrig ofte være institusjoner som også er utstedere av slike instrumenter. Prisingen av kredittrisiko vil da ofte skje på basis av rating av selskapet.

De betenkeligheter som NOS viser til, er slik administrasjonen ser det ikke tilstrekkelige til å begrunne et fortsatt pliktig krav om clearing. Kredittilsynet er derfor av den oppfatning at de konkurransemessige hensyn bør veie tyngst i dette tilfellet, og at hensynet til investorene bør kunne sikres på andre måter enn ved pliktig clearing.

På bakgrunn av den usikkerhet som hersker vedrørende utviklingen av et slikt marked, finner Kredittilsynet imidlertid bare å kunne gå inn for en opphevelse av clearingplikten for børsnoterte «warrants», dersom det samtidig etableres betingelser som må være oppfylt dersom clearing ikke skal finne sted. Eksempler på slike betingelser kan være krav til utsteder, eksempelvis at utsteder skal være underlagt myndighetstilsyn og kapitalkrav.

Det vil også kunne være aktuelt å kreve at underliggende skal være børsnotert, at utsteder helt eller delvis stiller garantier eller har ekstern rating, har kommiterte låneavtaler eller lignende. Slike retningslinjer kan gis i forskrift.

Under slike betingelser er Kredittilsynet av den oppfatning at hensynet til investorene vil bli tilstrekkelig ivaretatt, og at de konkurransemessige hensyn tilsier oppmyking av kravet til pliktig clearing.

(...)

På bakgrunn av de ovennevnte vurderinger, finner Kredittilsynet å ville foreslå en endring av verdipapirhandelloven § 9-4 tredje ledd. Det foreslås å videreføre bestemmelsen om betingelsesløst unntak der utsteder er eier av underliggende. Bestemmelsen foreslås imidlertid supplert med unntak for pliktig clearing der utstedelsen oppfyller nær-

mere forskriftsbestemte vilkår. Unntaket er søkt formulert slik at en mulig tolkningstvil for så vidt gjelder annenhåndsomsetning unngås. Når unntaket fra første punktum relaterer seg til forhold ved utstedelsen, vil unntaket uansett omfatte både den initielle utstedelsen og senere omsetning.»

18.4.3 Høringsinstansenes merknader

Finansnæringens Hovedorganisasjon, Oslo Børs og Verdipapirsentralen støtter Kredittilsynets forslag.

Etter Oslo Børs oppfatning er det svært viktig at alle finansielle instrumenter, herunder warrants, kan handles og noteres under de samme rammevilkår som i øvrige jurisdiksjoner. Oslo Børs uttaler bl.a.:

«Når det gjelder krav i forskrift for slike unntak, er det påkrevet at det ikke stilles krav som gjør unntaket lite attraktivt. Det finnes en rekke warrants med forskjellige typer underliggende - som for eksempel aksjeindekser, valuta, terminkontrakter osv - og med forskjellige former for avkastningsprofiler. Det er viktig at et unntak med tilhørende forskrift gjøres for samtlige former for warrants.»

Oslo Børs viser videre til at warrants også kan utstedes i form av salgsretter. Oslo Børs fremhever at clearing etter gjeldende rett er påkrevet for slike warrants ettersom alternativet om eie av de underliggende verdipapir ikke vil være oppfylt. Oslo Børs viser til at de samme hensyn gjør seg gjeldende for warrants i form av salgsretter som for kjøpsretter, og etter Oslo Børs oppfatning bør unntaket i vphl. § 9-4 tredje ledd gjøres gjeldende også for salgsretter.

Norges Fondsmeglerforbund går i mot Kredittilsynets forslag, og foreslår i stedet at clearingplikten for warrants oppheves ved å fjerne kravet om at utsteder skal eie de underliggende papirer, jf. vphl. § 9-4 tredje ledd. Norges Fondsmeglerforbund mener at vilkår fastsatt i forskrift bl.a. kan medføre en unødvendig begrensning av kretsen av utstedere, og fremhever at kredittrisikoen ved warrants ikke vesentlig skiller seg fra kredittrisikoen ved ordinære gjeldsinstrumenter. Etter Fondsmeglerforbundets oppfatning vil vilkårene for børsnotering og børsregelverket stille de nødvendige krav til utstedelsen og ivareta at investorer får den informasjon som muliggjør korrekt prising av instrumentet.

18.4.4 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til Kredittilsynets vurdering av at kjøpsretter (warrants) faller inn under vphl. § 1-2 annet ledd nr. 7, slik at handel i disse instrumenter i utgangspunktet skal foretas under medvirkning av oppgjørssentral.

Det foreligger etter departementets vurdering ikke tilstrekkelige grunner for å opprettholde et pliktig krav om clearing ved omsetning av «warrants». Det hersker imidlertid usikkerhet i forhold til dette markedets videre utvikling, og hvorledes et slikt unntak skal utformes. Departementet slutter seg derfor til Kredittilsynets forslag om at det gis unntak fra clearingplikten der utstedelsen oppfyller nærmere vilkår fastsatt i forskrift av departementet.

Oslo Børs har i sin høringsuttalelse forslått at unntaket fra clearingplikt i vphl. § 9-4 tredje ledd annet punktum gjøres gjeldende for salgsretter. Etter

departementets syn bør dette spørsmålet utredes nærmere. Denne vurderingen kan foretas i forbindelse med fastsettelse av forskriftsbestemmelser.

19 Endringer i lov om betalingssystemer m.v.

Lov 17. desember 1999 nr. 95 om betalingssystemer m.v. § 4-2 gir en regel om rettsvern for avregnings- og oppgjørsavtaler i interbanksystemer og verdipapir-oppgjørssystemer. Hovedregelen er at avtaler om avregning og oppgjør kan gjøres gjeldende etter sitt innhold selv om det innledes insolvensbehandling hos en deltaker i systemet, når oppdraget er lagt inn i systemet før det er innledet insolvensbehandling, jf. § 4-2 første ledd. I tredje ledd gis en særregel om rettsvern for oppdrag som blir lagt inn i systemet etter at insolvensbehandling er innledet. Bestemmelsene gjennomfører forpliktelser i henhold til EØS-regler som svarer til Rådsdirektiv 98/26 /EF om endeleg oppgjør i betalings-system og i oppgjørssystem for verdipapir.

I brev fra Finansdepartementet til Finanskomiteen i Stortinget 1. november 1999, tatt inn i Innst.O. nr. 13 (1999-2000) Innstilling fra finanskomiteen om lov om betalingssystemer m.v., ble § 4-2 på enkelte punkter foreslått endret for å få bedre samsvar mellom direktivets bestemmelser og lovteksten. Det vises til brevets punkt 3.2 og 3.3, på side 29-30 i innstillingen. Finanskomiteen sluttet seg til finansministerens vurderinger i brevet og gikk inn for å fremme forslag til § 4-2 i samsvar med dette, jf. side 15 og 22 i innstillingen. Ved en inkurie ble likevel ikke endringene tatt inn på alle punkter i den endelige lovteksten. Det foreslås at dette nå rettes opp. For så vidt gjelder § 4-2 tredje ledd er det i nevnte brev punkt 3.3 vist til at bestemmelsen må forstås slik at avregningssentral, sentral motpart eller oppgjørsbank må kunne godtgjøre at de har vært i god tro på det tidspunktet da oppdraget ble lagt inn i systemet. Det foreslås at tidspunktet for god tro også presiseres i lovteksten i § 4-2 tredje ledd.

20 Økonomiske og administrative konsekvenser

20.1 Innledning

Etter departementets syn vil lovforslaget bidra til en effektivisering av det norske verdipapirmarkedet. I forslaget oppheves Verdipapirsentralens lovbestemte monopol, og dermed åpnes det for konkurranse i markedet for registreringstjenester. Videre legger forslaget til rette for integrering av de ulike deler av «verdipapirkjeden». Etter departementets syn vil forslaget kunne komme utstedere og investorer til gode i form av bedre tjenester og lavere pris. Ulike momenter vil kunne gjøre seg gjeldende i denne sammenheng, og det vises bl.a. til kapittel 4.1.4 for noen betraktninger omkring opphevelse av monopolet til VPS og den endrede konkurransesituasjonen i markedet.

20.2 Økonomiske og administrative konsekvenser for det offentlige

Etter lovforslaget vil VPS' enerett oppheves, og verdipapirregistreringsvirksomhet vil bli konsesjonspliktig. Dette medfører at myndighetene vil kunne måtte forholde seg til flere verdipapirregistre. Videre foreslås det at enkelte regler for virksomheten som i dag er lovfestet, skal fastsettes av det enkelte register. Disse reglene skal godkjennes av Kredittilsynet. Dette vil etter omstendighetene kunne medføre noe økt ressursbruk i Kredittilsynet.

Etter lovforslaget skal selskap som driver verdipapirregister være underlagt tilsyn av Kredittilsynet. Som følge av at VPS etter gjeldende rett er underlagt tilsyn av Kredittilsynet, antar departementet at nødvendige strukturer og rutiner i hovedsak er etablert for slikt tilsyn. Det er derfor grunn til å tro at man til en viss grad kan benytte disse ved tilsyn av flere verdipapirregistre, i den grad dette skulle bli aktuelt. Departementet viser for øvrig til at Kredittilsynets utgifter utlignes på tilsynsobjektene, jf. kredittilsynsloven § 9. Eventuelle nyetableringer eller annen økning av aktivitetsnivået vil derfor trolig ikke føre til økte utgifter for det offentlige.

I kapittel 17 omtales prosessen med å omdanne VPS til et allmennaksjeselskap. Det er grunn til å anta at denne omdanningen vil generere et betydelig salgsproveny. Det foreslås at salgsprovenyet skal fordeles mellom statskassen og et finansmarkedsfond som ble opprettet i forbindelse med omdannelsen av Oslo Børs. For en nærmere omtale av prosessen vises det til kapittel 17.

20.3 Økonomiske og administrative konsekvenser for det private

Etter departementets syn vil lovforslaget gi grunnlag for økt konkurranse og kostnadseffektivitet i det nasjonale verdipapirmarkedet, med bedre produkter og lavere pris for brukerne som mulig resultat. Videre vil lovforslaget kunne gi verdipapirregistrene fleksibilitet med hensyn til hvordan virksomheten innrettes. Det vises til kapittel 10 som bl.a. omhandler departementets vurdering av reguleringen av det enkelte verdipapirregisters innretning av registrene.

Departementet har i kapittel 5 og 6 vurdert ulike organisasjonsformer for verdipapirregistre. I denne vurderingen har flere hensyn gjort seg gjeldende. Det har bl.a. blitt lagt vekt på at verdipapirregistre bør organiseres slik at virksomheten får en hensiktsmessig organisering som ivaretar hensynet til et sikkert, effektivt og velfungerende verdipapirmarked, samtidig som det tas hensyn til den fremtidige utviklingen i dette markedet, herunder å ivareta konkurranseevnen til norske aktører. Etter departementets syn vil organisering som allmennaksjeselskap ivareta slike hensyn.

En omdannelse av VPS til allmennaksjeselskap vil, for en avgrenset periode, kunne være ressurskrevende for sentralen. Videre vil overgangen til ny rammelovgivning trolig kunne medføre noe merarbeid for VPS.

Departementets lovforslag 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. Som nevnt mener imidlertid departementet at forslaget vil kunne komme brukerne til gode i form av bedre tjenester og lavere pris.

21 Merknader til de enkelte bestemmelsene

21.1 Merknader til lovforslagets kapittel 1

Til § 1-1 Lovens formål

Bestemmelsen er omtalt i kapittel 3.

Til § 1-2 Verdipapirregisterets utfyllende regler

Bestemmelsen er omtalt i punkt 10.2 og 10.3. Bestemmelsen innebærer at verdipapirregisteret i større grad enn tidligere kan fastsette de nærmere regler for registreringsvirksomheten. Verdipapirregisterets regler skal godkjennes av Kredittilsynet.

Til § 1-3 Definisjoner

Verdipapirregister er definert i bestemmelsen.

21.2 Merknader til lovforslagets kapittel 2

Til § 2-1 Finansielle instrumenter som skal innføres i verdipapirregister

Bestemmelsen er omtalt i punkt 8.3.

Etter bestemmelsens *annet ledd* kan departementet fastsette nærmere regler om registreringsplikten innhold og omfang, herunder regler om unntak for obligasjoner utstedt av norske foretak i utlandet forbeholdt utlendinger.

Til § 2-2 Finansielle instrumenter som kan innføres i verdipapirregister

Bestemmelsen er omtalt i punkt 8.2. Forslaget bygger på utvalgets forslag til § 2-1.

Til § 2-3 Beslutning om innføring i verdipapirregister

Bestemmelsens første ledd er omtalt i punkt 10.3.1. Forslaget bygger på utvalgets forslag til § 2-2. Annet ledd er omtalt i 10.3.2.

Til § 2-4 Nærmere regler om innføring

Bestemmelsen er omtalt i punkt 10.3.3. Forslaget bygger på utvalgets forslag til § 2-3.

21.3 Merknader til lovforslagets kapittel 3

Til § 3-1 Villkår for å drive virksomhet som verdipapirregister

Bestemmelsen er i det vesentligste i overensstemmelse med utvalgets forslag til § 3-1.

Første ledd fastsetter et konsesjonskrav for å drive virksomhet som verdipapirregister. Bestemmelsen er omtalt i punkt 4.1.4. Omfanget av konsesjonskravet er omtalt i punkt 4.2.3.

Annet ledd lovfester at verdipapirregister skal være organisert som allmennaksjeselskap. Bestemmelsen er omtalt i punkt 5.4.

Departementet har føyd til et nytt *tredje ledd* om at kravet etter annet ledd ikke gjelder utenlandsk verdipapirregister som oppfyller krav i regler gitt av departementet. Bestemmelsen er nærmere omtalt i punkt 5.4.

Til § 3-2 Søknad om tillatelse

Bestemmelsen er omtalt i punkt 4.3.3. Forslaget tilsvare utvalgets forslag til § 3-2.

Til § 3-3 Endring og tilbakekall av tillatelse

Bestemmelsen er omtalt i punkt 4.4.3. Forslaget tilsvare utvalgets forslag til § 3-3.

Til § 3-4 Virksomhet i utlandet

Forslaget tilsvare utvalgets forslag til § 3-5.

21.4 Merknader til lovforslagets kapittel 4

Til § 4-1 Styre og ledelse

Første ledd fastsetter et strengere krav til laveste antall styremedlemmer i verdipapirregister enn det som følger av allmennaksjeloven. Daglig leder kan ikke være medlem av styret. Forslaget tilsvare utvalgets forslag til § 4-1. Bestemmelsen er nærmere omtalt i punkt 6.2.3.

Annet ledd stiller krav til blant annet kvalifikasjoner, yrkeserfaring og hederlig vandel for styremedlemmer, daglig leder og andre som faktisk deltar i ledelsen. Forslaget er i det vesentlige i overensstemmelse med utvalgets forslag til § 4-2. Bestemmelsen er omtalt i punkt 6.2.3.

Tredje, fjerde og femte ledd tilsvare i det vesentlige utvalgets forslag til § 4-2.

Til § 4-2 Kontrollkomité

Bestemmelsen er omtalt i punkt 6.2.4. Departementet legger til grunn at verdipapirregisteret skal ha en kontrollkomité. Kredittilsynet kan gi nærmere regler om sammensetningen av og virksomheten til verdipapirregistres kontrollkomité. Utvalget var delt i dette spørsmålet. Forslaget er i det vesentligste i overensstemmelse med utvalgets mindretall.

Til § 4-3 Vedtekter

Bestemmelsen er omtalt i punkt 6.2.6. Vedtektene skal godkjennes av departementet. Departementet kan gi nærmere regler om innhold og godkjenning av vedtekter. Forslaget tilsvarende utvalgets forslag til § 4-3.

Til § 4-4 Internkontroll mv

Bestemmelsen er omtalt i punkt 6.2.6. Kredittilsynet kan gi nærmere regler om internkontroll. Forslaget er i overensstemmelse med utvalgets forslag til § 4-4.

Siste ledd medfører bl.a. at departementet kan gi nærmere regler om habilitet og egenhandel.

Til § 4-5 Kapitalforhold

Bestemmelsen er omtalt i punkt 6.2.8. Bestemmelsen fastsetter et forsvarlighetskrav med hensyn til størrelsen på den ansvarlige kapital, kombinert med en hjemmel for departementet til å gi nærmere regler om hva som skal anses som ansvarlig kapital og til å fastsette minstekrav.

Til § 4-6 Vedtak om sammenslåing, deling og avhendelse av virksomhet

Bestemmelsen er omtalt i punkt 4.5.4.

21.5 Merknader til lovforslagets kapittel 5

Til § 5-1 Virksomhetsbegrensninger

Bestemmelsen er omtalt i punkt 7.1.4. Bestemmelsen er utformet etter mønster av børsloven § 5-2. Forslaget tilsvarende i hovedsak utvalgets forslag.

Til § 5-2 Eierbegrensninger

Bestemmelsen er nærmere omtalt i punkt 7.2.4.

Etter *første ledd* kan ingen eie aksjer som representerer mer enn 10 prosent av aksjekapitalen eller stemmene i et verdipapirregister. Dette er i overensstemmelse med tilsvarende regler som gjelder for børser.

Annet ledd åpner for at departementet i særlige tilfeller kan gjøre unntak fra eierbegrensningsregelen i første ledd.

Etter *tredje ledd* kan det gis tillatelse til at norsk eller utenlandsk børs eller annet foretak som ledd i strategisk samarbeidsavtale mellom foretakene vedrørende verdipapirregistrering kan eie inntil 25 prosent av aksjekapitalen eller stemmene i et verdipapirregister. Dette er i samsvar med tilsvarende regler som gjelder for børser.

Fjerde og femte ledd gir regler om nedsalg av aksjer eid i strid med eierbegrensningsreglene. Dette er i samsvar med tilsvarende regler som gjelder for børser.

Til § 5-3 Stemmerettsbegrensninger

Bestemmelsen er omtalt i punkt 7.2.4. Bestemmelsen svarer til børsloven § 4-2.

Til § 5-4 Konsolidering av eierandeler

Bestemmelsen er omtalt i punkt 7.2.4. Bestemmelsen er utformet etter mønster av tilsvarende regler i finansieringsvirksomhetsloven § 2-6 og børsloven § 4-3. Begrepet «konsern» i første ledd bokstav d skal forstås slik begrepet er definert i allmennaksjeloven § 1-3. Forslaget tilsvarende utvalgets forslag til § 6-3.

21.6 Merknader til lovforslagets kapittel 6

Til § 6-1 Registreringsberettigede

Bestemmelsen er omtalt i punkt 10.5.2. Verdipapirregisteret fastsetter nærmere regler om krav til dokumentasjon av identitet, jf. forslaget § 6-5. Forslaget tilsvarende utvalgets forslag til § 7-1.

Til § 6-2 Enkeltkonti og forvalterkonti

Bestemmelsen er omtalt i kapittel 9 og i punkt 10.5.3 (kontraheringsplikt). Departementet har erstattet begrepet «samlekonti» med «forvalterkonti» av hensyn til mest mulig ensartet begrepsbruk og samsvar med aksjelovens bestemmelser om forvalterregistrering. Forslaget tilsvarende utvalgets forslag til § 7-2.

Til § 6-3 Forvalterkonti

Bestemmelsen er omtalt i punkt 9.2. I *fjerde ledd* fastsettes at annen lov kan gi særskilte regler om hvordan opplysningene skal oversendes fra verdipapirregisteret, jf. nærmere omtale i punkt 9.3. Tilsvarende regler vil gjelde i forhold til forvalter. Forvalter vil også ha en plikt til å oppbevare historisk informasjon etter regler gitt av departementet. Forslaget tilsvarende utvalgets forslag til § 7-3.

Til § 6-4 Sanksjoner

Bestemmelsen er omtalt i punkt 9.3. Forslaget tilsvarende utvalgets forslag til § 7-4.

Til § 6-5 Organisering av registreringsvirksomheten

Bestemmelsen er omtalt i punkt 10.5.1, 10.5.2 og punkt 10.5.3, se også forslag til § 1-2. Forslaget svarer til utvalgets forslag til § 7-5.

Til § 6-6 Retting og sletting av opplysninger fra rettighetsregisteret

Bestemmelsen er omtalt i punkt 10.5.5 og 10.5.6. Forslaget svarer til utvalgets forslag til § 7-6 siste ledd og § 7-7.

Til § 6-7 Endringsmeldinger og beholdningsoversikter

Bestemmelsen er omtalt i punkt 10.5.8. Forslaget tilsvarende med visse tekniske endringer utvalgets forslag til § 7-8 og § 7-9.

Til § 6-8 Opplysninger som skal fremgå av registeret

Bestemmelsen er omtalt i punkt 10.4.

Til § 6-9 Vederlag for registreringstjenester

Bestemmelsen er nærmere omtalt i punkt 10.5.9. Kompetansen innebærer adgang til å regulere prisene til de tjenester som ytes, f.eks. ved de faste monopol.

21.7 Merknader til lovforslagets kapittel 7

Til § 7-1 Kolliderende rettigheter

Bestemmelsen er omtalt i punkt 11.3.

Det fremgår av første ledd at registrerte rettigheter skal gå foran rettigheter som ikke er registrert. Med «rettigheter» menes rettigheter ervervet ved avtale mv., og kreditor krav i forbindelse med konkursbeslag og utlegg. Dette innebærer bl.a. at konkursåpning i seg selv ikke vil være tilstrekkelig for at boet skal ekstingvere andre rettighetshavere, men at slik åpning i samsvar med gjeldende rett må registreres i registeret. Registeret fastsetter nærmere regler om når slik rettighet skal anses registrert, jf. fjerde ledd.

Ved salg av finansielle instrumenter kan det ved oppgjørstidspunktet vise seg at det ikke foreligger tilstrekkelige finansielle instrumenter til å oppfylle inngåtte avtaler. Det følger av det ovennevnte at slike situasjoner normalt vil løses av registerets oppfyllelsesregler. Dels fordi slike konflikter sjelden vil være en rettsvernkonflikt, og dels fordi kravet om god tro ofte vil være oppfylt.

Avgjørelser som verdipapirregistre treffer, vil etter departementets syn ikke anses som et vedtak i forvaltningslovens forstand. Departementets godkjenning av regler som verdipapirregistre fastsetter, vil imidlertid anses som et vedtak.

Til § 7-2 Mangler ved avhenderens rett

Bestemmelsen er omtalt i punkt 11.4, se også punkt 11.3.

Til § 7-3 Utstederens innsigelse

Bestemmelsen er omtalt i punkt 11.4.

Til § 7-4 Frigjørende betaling

Bestemmelsen er omtalt i punkt 11.4, se også punkt 11.3.

21.8 Merknader til lovforslagets kapittel 8

Til § 8-1 Taushetsplikt

Bestemmelsen er omtalt i punkt 12.4. Bestemmelsen svarer til utvalgets forslag til § 10-1.

Til § 8-2 Innsynsrett

Bestemmelsen er omtalt i punkt 12.4. Forslaget svarer med enkelte endringer til utvalgets forslag til § 10-2.

Til § 8-3 Vederlag

Bestemmelsen er omtalt i punkt 12.4. Forslaget tilsvare utvalgets forslag til § 10-3.

21.9 Merknader til lovforslagets kapittel 9

Til § 9-1 Registerets erstatningsansvar

Bestemmelsen er nærmere omtalt i punkt 13.4.

I *første ledd* fastsettes at verdipapirregistre har et generelt kontrollansvar for økonomisk tap som skyldes feil som har tilknytning til den konsesjonspliktige registreringsvirksomheten. Med begrepet «feil» menes i denne sammenheng en objektiv betegnelse på at registrering ikke skjer som forutsatt, og det skal ikke forstås som et vilkår om at registeret skal kunne klandres før ansvar blir aktuelt.

Annet ledd fastsetter at verdipapirregistre har et uaktsomhetsansvar (subjektivt ansvar) for økonomisk tap som skyldes andre forhold.

Tredje ledd avgrenser kontrollansvaret etter første ledd til å kun omfatte direkte tap, og fastsetter en øvre grense for verdipapirregistres ansvar. Ved uaktsomhetsansvar skal de alminnelige krav om adekvat årsakssammenheng legges til grunn.

Til § 9-2 Sikkerhetsstillelse

Bestemmelsen er omtalt i punkt 13.4. Forslaget tilsvare utvalgets forslag til § 11-3.

Til § 9-3 Skadelidtes medvirkning

Bestemmelsen er omtalt i punkt 13.4. Forslaget tilsvare utvalgets forslag til § 11-4.

Til § 9-4 Behandling av erstatningsansvar

Bestemmelsen er omtalt i punkt 13.4. Forslaget tilsvare utvalgets forslag til § 11-5.

Til § 9-5 Klage

Bestemmelsen er omtalt i punkt 14.4. Bestemmelsen viderefører med visse endringer en særskilt klageordning for verdipapirregistre.

21.10 Merknader til lovforslagets kapittel 10

Til § 10-1 Tilsyn

Bestemmelsen er omtalt i punkt 16.4. Bestemmelsen legger tilsynet med verdipapirregistre til Kredittilsynet. Forslaget tilsvare utvalgets forslag til § 12-1.

Til § 10-2 Opplysningsplikt overfor Kredittilsynet

Bestemmelsen er omtalt i punkt 16.4. Bestemmelsen går lengre enn den tilsvarende regel i vphl. § 12-2, i og med at også selskap i samme konsern som verdipapirregisteret omfattes av opplysningsplikten. Bestemmelsen er utformet etter mønster av tilsvarende regler som gjelder for børser.

Til § 10-3 Pålegg fra Kredittilsynet

Bestemmelsen er omtalt i punkt 16.4.

Til § 10-4 Straff

Bestemmelsen er omtalt i punkt 16.4. Bestemmelsen er en videreføring av vpsl. § 8-1 med visse tekniske endringer. Forslaget tilsvare utvalgets forslag til § 12-2.

21.11 Merknader til lovforslagets kapittel 11

Til § 11-1 Avvikling

Bestemmelsen er omtalt i punkt 15.4. Vedtak om oppløsning er føyd til bestemmelsens anvendelsesområde. Bestemmelsen svarer for øvrig i hovedsak til utvalgets forslag til § 13-1.

Til § 11-2 Meldeplikt

Bestemmelsen er omtalt i punkt 15.4. Forslaget tilsvare utvalgets forslag til § 13-2.

Til § 11-3 Offentlig administrasjon

Bestemmelsen er omtalt i punkt 15.4, se også punkt 16.4.

21.12 Merknader til lovforslagets kapittel 12

Til § 12-1 Ikrafttredelse

Verdipapirsentralen må fremme søknad om tillatelse innen ett år fra lovens ikrafttredelse. Departementet kan fastsette nærmere overgangsregler. Forslaget tilsvarer utvalgets forslag til § 14-1.

Til § 12-2 Omdannelse av Verdipapirsentralen

Bestemmelsen er omtalt i punkt 17.4.

Etter *første ledd* har Verdipapirsentralen plikt til å omdanne seg til allmennaksjeselskap innen to år fra lovens ikrafttredelse.

I *annet ledd* gis regler om fremgangsmåten ved omdannelse. Omdannelse vil skje ved at Verdipapirsentralens eiendeler og forpliktelser overføres til et nystiftet allmennaksjeselskap.

I *tredje ledd* fastsettes at formuen som oppstår ved salg av aksjer skal dels overføres til et finansmarkedsfond og dels til statskassen. Aksjene skal legges ut til offentlig salg til høystbydende. Overføringen til finansmarkedsfondet anses som erstatning, jf. grunnloven § 105, og antas å ivareta det antatte formålet bak den opprinnelige Verdipapirsentralen.

I *fjerde ledd* gis nærmere regler for hva som skal regnes som «bokført egenkapital» etter tredje ledd. Det foreslås at egenkapital som fremgår av stiftelsens avslutningsbalanse skal legges til grunn. Avslutningsbalansen skal godkjennes av revisor og av departementet, og utarbeides tidligst 4 uker før overdragelsen av VPS' eiendeler og forpliktelser. Prinsippene for avslutningsbalansen skal utarbeides etter samme prinsipper som VPS' siste årsregnskap. Prinsippene for dette årsregnskapet skal være de samme som for forrige års årsregnskap, jf. også regnskapsloven § 4-4.

Departementet kan etter *femte ledd* gi nærmere regler om omdannelsen og salg av aksjene. Det kan i den anledning også gis regler om fordeling av kostnader knyttet til salg av aksjer og omdannelse av VPS.

21.13 Merknader til lovforslagets kapittel 13

Til 13-1 Endringer i andre lover

Til nr. 1, 3, 4, 5, 6, 8, 9, 10, 11, 12, 13, 14, 17, 18 og 20:

Det foreslås tekniske endringer som følge av at Verdipapirsentralen skal avvikles og begrepet erstattes derfor av «verdipapirregister».

Til nr. 2: Lov 7. desember 1956 nr. 1 om tilsynet for kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper og verdipapirhandel m.v. (kredittilsynsloven):

Til § 1:

Den foreslåtte endringen i § 1 første ledd nr. 11 plasserer verdipapirregistre blant de institusjoner som er underlagt Kredittilsynets tilsyn etter kredittilsynsloven. Som følge av dette foretas en teknisk endring i bestemmelsen for øvrig.

Til § 7 første ledd, tredje og fjerde punktum og § 9 annet ledd:

Det foreslås tekniske endringer som følge av at Verdipapirsentralen skal utvikles og begrepet erstattes derfor av «verdipapirregister».

*Til nr. 7: Lov 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond:**Til § 1-2 første ledd nr. 4 og § 5-1 første ledd første punktum:*

Det foreslås tekniske endringer som følge av at Verdipapirsentralen skal utvikles og begrepet erstattes derfor av «verdipapirregister».

Til § 6-4 fjerde ledd:

Det åpnes for forvalterregistrering av verdipapirfondsandeler.

Til nr. 15: Lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeselskapsloven):

Til § 4-4 første ledd, § 4-7, § 4-8 annet ledd annet punktum, § 4-11 første ledd og tredje ledd første punktum, § 4-13 første ledd, annet ledd annet punktum og tredje ledd annet punktum nr. 2, § 4-16 første ledd annet punktum og fjerde ledd, § 4-20 første punktum, § 4-23 første ledd annet punktum, § 10-6, § 12-6 nr. 4 annet punktum, § 13-18 tredje ledd og fjerde ledd tredje punktum, § 16-9 tredje ledd:

Det foreslås tekniske endringer som følge av at Verdipapirsentralen skal utvikles og begrepet erstattes derfor av «verdipapirregister».

Til § 4-10 første ledd nytt siste punktum:

Det åpnes for at et verdipapirregister kan være registrert som en forvalter av aksjer i et annet verdipapirregister. Det vises til omtale i punkt 9.3.

*Til nr. 16: Lov av 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel:**Til § 1-5:*

Forslag til endring er omtalt i punkt 18.3.4. Definisjonen av oppgjørsvirksomhet utvides til å omfatte oppgjørsvirksomhet knyttet til blant annet aksjer.

Til § 3-2 første ledd:

Forslaget til endring er omtalt i punkt 18.2.4. Det foreslås å senke den nedre terskel for flaggegrensen til 5 prosent.

Til § 3-2 nytt sjuende ledd:

Forslaget til endring er omtalt i punkt 18.2.4. Det foreslås at flaggereglene gjøres gjeldende for grunnfondsbevis.

Til § 3-2 nytt åttende ledd:

Forslaget til endring er omtalt i punkt 18.2.4. Det foreslås at departementet i forskrift kan gjøre unntak fra flaggeregulene for verdipapirforetak.

Til § 9-4:

Forslag til endring er omtalt i punkt 18.4.4. Det foreslås endring i § 9-4 fjerde ledd annet punktum.

Til § 9-6:

Det foreslås tekniske endringer som følge av at Verdipapirsentralen skal avvikles og begrepet erstattes av «verdipapirregister».

*Til nr. 19: Lov 17. desember 1999 nr. 95 om betalingssystemer m.v.**Til § 4-2:*

Det vises til omtale av bestemmelsen i kapittel 19.

Til § 4-4 annet ledd:

Det foreslås en teknisk endring som følge av at Verdipapirsentralen foreslås erstattet av verdipapirregister.

Finansdepartementet

t i l r å r :

At Deres Majestet godkjenner og skriver under et framlagt forslag til proposisjon til Stortinget om lov om registrering av finansielle instrumenter (verdipapirregisterloven).

Vi HARALD, Norges Konge,

s t a d f e s t e r :

Stortinget blir bedt om å gjøre vedtak til lov om registrering av finansielle instrumenter (verdipapirregisterloven) i samsvar med et vedlagt forslag.

Forslag til lov om registrering av finansielle instrumenter (verdipapirregisterloven)

Kapittel 1. Innledende bestemmelser

§ 1-1 Lovens formål

Lovens formål er å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv registrering av finansielle instrumenter og rettigheter i slike instrumenter med de rettsvirkninger som er bestemt i denne lov.

§ 1-2 Verdipapirregisterets utfyllende regler

Et verdipapirregister skal fastsette regler for virksomheten i henhold til bestemmelsene i denne loven. Reglene skal godkjennes av Kredittilsynet.

§ 1-3 Definisjoner

Med verdipapirregister menes i denne lov foretak med tillatelse etter denne lov til å drive registrering av finansielle instrumenter.

Kapittel 2. Rett og plikt til registrering i et verdipapirregister

§ 2-1 Finansielle instrumenter som skal innføres i verdipapirregister

Følgende finansielle instrumenter skal innføres i et verdipapirregister som nevnt i § 3-1:

- 1. aksjer og tegningsrettigheter i norske allmennaksjeselskaper, og
- 2. norske ihendehaverobligasjoner.

Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om plikt til å innføre finansielle instrumenter i et verdipapirregister, herunder regler som presiserer, utvider og innskrenkerplikten etter første ledd.

§ 2-2 Finansielle instrumenter som kan innføres i verdipapirregister

Andre finansielle instrumenter som nevnt i verdipapirhandelloven § 1-2 annet ledd kan innføres i et verdipapirregister, med de rettsvirkninger som følger av denne lov. Departementet kan bestemme at registrering av rettigheter i enkelte finansielle instrumenter ikke skal gis de rettsvirkninger som følger av denne lov. Departementet kan i forskrift fastsette at andre formuesobjekter kan innføres i et verdipapirregister.

Innføring etter første ledd kan ikke skje dersom det allerede er utstedt et dokument som representerer det finansielle instrumentet på en måte som kan komme i strid med det som følger av denne loven. Innføring 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 det finansielle instrumentet er innført i et verdipapirregister, 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 innføring i et verdipapirregister.

Innføring etter første ledd kan ikke skje dersom det finansielle instrumentet allerede er innført i et annet norsk verdipapirregister, eller i et utenlandsk register med rettsvirkninger som kan komme i strid med det som følger av denne loven. Innføring i strid med bestemmelsen i første punktum er uten rettsvirkninger etter kapittel 7.

§ 2-3 Beslutning om innføring i verdipapirregister

Dersom annet ikke er bestemt i eller i medhold av lov, beslutter utstederen av finansielle instrumenter om disse skal innføres i et verdipapirregister. Verdipapirregistre skal fastsette nærmere regler om hvem som skal anses som utsteder.

Et verdipapirregister kan ikke nekte innføring med mindre registerets virksomhetsområde ifølge vedtektene er begrenset eller registeret for øvrig har saklig grunn for nektelse.

§ 2-4 Nærmere regler om innføring

Verdipapirregisteret fastsetter regler om innføring i registeret og om fremgangsmåten der et finansielt instrument ikke lenger skal være innført i verdipapirregisteret.

Kapittel 3. Krav om tillatelse mv.

§ 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.

Et verdipapirregister skal være organisert som allmennaksjeselskap, og skal oppfylle de krav som følger av denne lov.

Annet ledd gjelder ikke utenlandske verdipapirregistre som oppfyller krav i regler gitt av departementet.

§ 3-2 Søknad om tillatelse

Søknad om tillatelse skal inneholde de opplysninger som er av betydning for behandling av søknaden og som viser at de lovbestemte krav er oppfylt. Departementet kan be om ytterligere opplysninger.

Vedtak om tillatelse skal meddeles søkeren 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 da slike opplysninger ble mottatt.

§ 3-3 Endring og tilbakekall av tillatelse

Departementet kan helt eller delvis endre, herunder sette nye vilkår for, 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 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.

§ 3-4 Virksomhet i utlandet

Et verdipapirregister som skal utøve virksomhet i utlandet ved etablering av datterselskap eller filial, skal melde dette til Kredittilsynet.

Kapittel 4. Selskapsrettslige bestemmelser

§ 4-1 Styre og ledelse

Et verdipapirregister skal ha et styre med minst fem medlemmer. Daglig leder kan ikke være medlem av styret.

Styremedlemmer, daglig leder og andre som faktisk deltar i ledelsen av verdipapirregisteret skal ha relevante kvalifikasjoner og yrkeserfaring, ha en hederlig vandel og for øvrig ikke ha utvist utilbørlig adferd som gir grunn til å anta at stillingen eller vervet ikke vil kunne ivaretas på forsvarlig måte.

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 så vidt mulig gis på forhånd, og inneholde nødvendige opplysninger om kvalifikasjoner, yrkeserfaring, vandel, 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 annet ledd ikke oppfylles.

§ 4-2 Kontrollkomité

Verdipapirregister skal ha kontrollkomité på minst tre medlemmer som velges av generalforsamlingen. Kontrollkomiteen skal føre tilsyn med at foretaket følger lover, forskrifter og konsesjonsvilkår, samt vedtekter og vedtak truffet av foretakets organer, og skal vurdere sikkerhetsmessige forhold ved virksomheten. Generalforsamlingen skal fastsette instruks for kontrollkomiteen. Instruksen skal godkjennes av Kredittilsynet. Kontrollkomiteen skal gi melding til generalforsamlingen og Kredittilsynet om sitt arbeid. Kredittilsynet kan gi nærmere forskrift om sammensetningen av og virksomheten til verdipapirregistres kontrollkomité.

§ 4-3 Vedtekter

Verdipapirregisterets vedtekter og endringer i disse skal godkjennes av departementet. Departementet kan gi forskrift om vedtektenes innhold.

§ 4-4 Internkontroll mv.

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 forskrift med nærmere bestemmelser om internkontroll.

Daglig leder skal sørge for at internkontroll etableres og gjennomføres i henhold til lov og forskrifter. Det samme gjelder for styrets vedtatte retningslinjer og pålegg.

Styret skal fastsette retningslinjer for ansattes og tillitsvalgtes handel med finansielle instrumenter og for ansattes og tillitsvalgtes habilitet. Styret skal også fastsette retningslinjer for ansattes og tillitsvalgtes adgang til å inneha verv i selskaper som har innført finansielle instrumenter i verdipapirregisteret.

Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om de forhold som nevnt i annet og tredje ledd.

§ 4-5 Kapitalforhold

Et verdipapirregister skal til enhver tid ha en ansvarlig kapital som er forsvarlig ut fra omfanget og risikoen ved foretakets virksomhet. Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om hva som skal regnes som foretakets ansvarlige kapital, samt om minstekrav til ansvarlig kapital.

§ 4-6 Vedtak om sammenslåing, deling og avhendelse av virksomhet

Vedtak om avhendelse av en vesentlig del av foretakets konsesjonspliktige virksomhet skal treffes av generalforsamlingen med flertall som for vedtektsendring. Departementet avgjør i tvilstilfelle om en avhendelse omfatter en vesentlig del av den konsesjonspliktige virksomheten.

Vedtak som nevnt i første ledd og vedtak om fusjon og fisjon av foretaket etter allmennaksjeloven skal meddeles departementet. Departementet kan innen tre måneder fra den dag melding er mottatt nekte sammenslåing, deling eller avhendelse, samt sette vilkår for gjennomføringen av transaksjonen eller endre den konsesjon som foreligger. Vedtak som nevnt i første punktum kan ikke gjennomføres før utløpet av perioden nevnt i annet punktum.

Kapittel 5. Virksomhets- og eierbegrensningsregler m.v.

§ 5-1 Virksomhetsbegrensninger

I tillegg til verdipapirregistrering kan et verdipapirregister bare drive annen virksomhet som har naturlig sammenheng med verdipapirregistrering og som ikke svekker tilliten til verdipapirregisterets integritet og uavhengighet. Departementet kan i forskrift gi nærmere regler og treffe enkeltvedtak om hvilken virksomhet et verdipapirregister kan drive.

Kredittilsynet kan pålegge foretaket å drive tilknyttet virksomhet som nevnt i første ledd i eget foretak. Annen konsesjonspliktig virksomhet skal alltid drives i eget foretak.

Et verdipapirregister kan ikke være deltaker i annet foretak med ubegrenset ansvar for foretakets forpliktelser, ha eiendeler i annen næringsvirksomhet, eller ha slik innflytelse som nevnt i allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd dersom dette svekker verdipapirregisterets integritet og uavhengige stilling.

§ 5-2 Eierbegrensninger

Ingen kan eie aksjer som representerer mer enn ti prosent av aksjekapitalen eller stemmene i et verdipapirregister. Likestilt med aksjeeier regnes erverv av rett til å bli eier av aksjer når dette må anses som reelt erverv av aksjene.

Departementet kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra første ledd, og sette vilkår for slikt vedtak.

Begrensningene i første ledd er ikke til hinder for at et verdipapirregister eies 100 prosent av et foretak med hovedkontor i Norge som ikke driver annen virksomhet enn å forvalte eierinteresser i datterselskaper, når datterselskapene ikke driver annen virksomhet enn verdipapirregistrering eller virksomhet som har naturlig sammenheng med dette. Første ledd gjelder tilsvarende for foretak som eier verdipapirregisteret.

Departementet kan gi tillatelse til at et norsk eller utenlandsk verdipapirregister eller et annet foretak kan ha eierandeler som representerer inntil 25 prosent av aksjekapitalen eller stemmene i et verdipapirregister som ledd i en strategisk samarbeidsavtale mellom foretakene vedrørende verdipapirregistrering. Avtalen må være vedtatt av generalforsamlingen i det eide verdipapirregisteret med flertall som for vedtektsendring, så lenge avtalen gjelder.

Dersom en aksjeeier besitter aksjer i strid med reglene i paragrafen her, kan departementet fastsette en frist for å bringe eierforholdet i overensstemmelse med loven. Dersom denne fristen overskrides, kan departementet selge aksjene etter reglene om tvangssalg av omsettelige verdipapirer så langt de passer. Tvangsfullbyrdsloven § 10-6 jf. § 8-16 kommer ikke til anvendelse. Vedkommende aksjeeier skal varsles om at tvangssalg vil bli foretatt to uker før salg foretas.

Inntil eierforholdet er brakt i orden etter femte ledd kan aksjeeieren for den del av aksjene som overstiger tillatt nivå, ikke utøve andre rettigheter i selskapet enn retten til å heve utbytte og til å utøve fortrinnsrett ved kapitalforhøyelse.

§ 5-3 Stemmerettsbegrensninger

På generalforsamlingen i et verdipapirregister kan ingen stemme for mer enn 10 prosent av stemmene i foretaket eller for mer enn 20 prosent av de stemmene som er representert på generalforsamlingen.

Reglene i denne paragraf gjelder ikke på generalforsamling i verdipapirregister som omfattes av bestemmelsene i § 5-2 annet, tredje og fjerde ledd.

§ 5-4 Konsolidering av eierandeler

Likt med aksjeeierens egne aksjer regnes i forhold til reglene i § 5-2 og § 5-3 de aksjer som eies eller overtas av:

- a) aksjeeierens ektefelle eller en person som aksjeeieren bor sammen med i ekteskapslignende forhold,
- b) aksjeeierens mindreårige barn samt mindreårige barn til en person som nevnt i bokstav a som aksjeeieren bor sammen med,
- c) selskap hvor aksjeeieren har slik innflytelse som nevnt i allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd,
- d) selskap innen samme konsern som aksjeeieren, og

–e) noen som det må antas aksjeeieren har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som aksjonær.

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

Kapittel 6. Registrering av rettigheter til finansielle instrumenter

§ 6-1 Registreringsberettigede

Berettiget til å melde registrering er den som ifølge registeret fremstår som berettiget, eller den som godtgjør at retten er gått over til ham.

Berettiget til å melde slettelse av panterett eller annen heftelse er den berettigede etter heftelsen. Slik slettelse kan også skje dersom det godtgjøres at rettigheten er falt bort.

Utstederen av et finansielt instrument er berettiget til å melde slettelse av instrumentet fra registeret, dersom det godtgjøres at det finansielle instrumentet er opphørt å eksistere på grunn av innfrielse eller annet forhold.

Berettiget til å melde 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.

§ 6-2 Enkeltkonti og forvalterkonti

Med mindre annet er bestemt i eller i medhold av lov, kan finansielle instrumenter registreres på enkeltkonti som tilhører de enkelte investorer, eller på forvalterkonti for to eller flere investorer. Registeret plikter å opprette investor- eller forvalterkonti til registrering av finansielle instrumenter som er innført 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.

§ 6-3 Forvalterkonti

Det skal fremgå av registeret at en konto er en forvalterkonto, og hvem som forvalter kontoen. Forvalteren må være godkjent av Kredittilsynet. Departementet kan gi forskrift 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 kapittel 7.

Finansielle instrumenter som tilhører forvalteren, kan ikke være registrert på forvalterkonto som forvaltes av vedkommende. I forhold til reglene i § 6-8 og § 8-2 regnes forvalteren som innehaver av finansielle instrumenter på forvalterkonto. På en forvalterkonto kan det ikke registreres finansielle instrumenter som tilhører forvalteren selv.

Forvalter plikter å gi opplysninger om de reelle eierne i samme omfang og på samme måte som verdipapirregisteret plikter å gi opplysninger etter § 8-2 eller annen lov. Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om forvalterens oppplysningsplikt og plikt til oppbevaring av opplysningene.

Dersom et norsk verdipapirregister er forvalter av en forvalterkonto i et annet norsk verdipapirregister, gjelder reglene i kapittel 7 ved overføringer mellom forskjellige beholdninger på forvalterkontoen. Departementet kan gi nærmere regler om dette. For øvrig har overføringer av finansielle instrumenter mellom forskjellige beholdninger på samme forvalterkonto ikke rettsvirkninger etter kapittel 7.

§ 6-4 Sanksjoner ved brudd på reglene i § 6-3

Dersom noen forvalter en forvalterkonto uten godkjenning etter § 6-3 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.

Første ledd gjelder tilsvarende dersom en forvalter ikke oppfyller sin plikt til å gi opplysninger etter § 6-3 fjerde ledd.

§ 6-5 Organisering av registreringsvirksomheten

Verdipapirregisteret fastsetter regler om organiseringen av registreringsvirksomheten, bruk av eksterne registerførere, adgang til å foreta registreringer direkte i registeret, krav til dokumentasjon av identitet, og fullmaktsforhold.

§ 6-6 Retting og sletting av opplysninger fra rettighetsregisteret

Registeret skal rette feil i en registrering dersom det finner at registreringen er uriktig.

Verdipapirregisteret kan slette opplysninger fra rettighetsregisteret dersom de åpenbart er uten betydning.

Opplysninger som er slettet fra rettighetsregisteret skal oppbevares i minst ti år.

§ 6-7 Endringsmeldinger og beholdningsoversikter

Verdipapirregisteret skal sende melding til rettighetshavere ved enhver endring i registeret som kan ha betydning for deres rettigheter, med mindre noe annet er avtalt. Tilsvarende gjelder andre som har meldt en registrering.

Verdipapirregisteret skal én gang i året sende rettighetshavere en oversikt over deres beholdning av eller rettigheter i registrerte finansielle instrumenter. Det skal framgå av oversikten også andre opplysninger som kan ha betydning for deres rettigheter.

Verdipapirregisteret fastsetter nærmere regler om endringsmeldinger og beholdningsoversikter.

§ 6-8 Opplysninger som skal fremgå av registeret

Registeret skal inneholde opplysninger om de finansielle instrumentene og om innehavere av rettigheter til disse.

Departementet gir forskrift om hvilke opplysninger etter første ledd som skal fremgå av registeret, og om hvordan opplysningene skal sammenstilles.

§ 6-9 Vederlag for registreringstjenester

Departementet kan i forskrift gi regler om verdipapirregisterets vederlag for registreringstjenester.

Kapittel 7. Rettsvirkninger av registrering

§ 7-1 Kolliderende rettigheter

En registrert rettighet går foran en rettighet som ikke er registrert eller som er registrert på et senere tidspunkt.

En eldre rettighet går uten hensyn til første ledd foran en yngre rettighet, dersom den yngre rettigheten er ervervet ved avtale og erververen av den yngre rettigheten ved registreringen kjente eller burde kjent til den eldre rettigheten.

En eldre rettighet går uten hensyn til første ledd foran en yngre rettighet, dersom den yngre rettigheten er ervervet ved arv.

Rettighetsregisteret skal fastsette regler for når en rettighet er registrert. Reglene skal godkjennes av departementet.

§ 7-2 Mangler ved avhenderens rett

Når en rettighet som er ervervet ved avtale er registrert etter § 7-1, 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 rettigheten ble registrert. Første punktum gjelder ikke konflikter mellom kolliderende rettigheter som nevnt i § 7-1.

§ 7-3 Utstederens innsigelse

Når en rettighet som er ervervet ved avtale er registrert etter § 7-1, kan ikke utstederen av andre finansielle instrumenter enn aksjer og grunnfondsbevis 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 rettigheten ble registrert. Gjeldsbrevloven § 18 gjelder tilsvarende.

Utstederen kan i alle tilfelle gjøre gjeldende innsigelser som nevnt i gjeldsbrevlovens §§ 16 og 17.

§ 7-4 Frigjørende betaling

Utbetaling fra en skyldner til den som etter registeret er berettiget til å motta betaling på forfallstidspunktet i henhold til registerets innhold er frigjørende for skyldneren, selv om mottakeren ikke hadde rett til å ta imot betaling. Dette gjelder ikke dersom skyldneren var eller burde ha vært kjent med betalingsmottakerens manglende rett da utbetalingen fant sted.

Kapittel 8. Taushetsplikt og innsynsrett

§ 8-1 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 noe 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.

§ 8-2 Innsynsrett

Uten hinder av taushetsplikten etter § 8-1 gjelder følgende om rett til å få opplysninger fra et verdipapirregister:

- 1. En kontohaver har rett til å få alle opplysninger som er registrert på kontoen.
- 2. En pantahaver eller rettighetshaver til en annen begrenset rettighet registrert på en konto, har rett til å få alle opplysninger som er registrert på kontoen som kan ha betydning for rettigheten.
- 3. Skifteretten, namsmyndighetene og vergemålsretten har rett til å få opplyst hvilke registrerte finansielle instrumenter som tilhører en saksøkt, en skyldner eller en umyndiggjort, og om det er øvrige begrensede rettigheter i disse. Skifteretten, bostyrer og leder av gjeldsnemnd som er oppnevnt av skifteretten, har rett til å få alle opplysninger som er registrert om en konkursskyldner eller en skyldner som er under gjeldsforhandling, eller om en avdød ved skifte av insolvent dødsbo, herunder alle opplysninger om finansielle instrumenter som er innført i verdipapirregisteret. Tilsvarende gjelder for leder av administrasjonsstyret for finansinstitusjon oppnevnt av Finansdepartementet eller Kredittilsynet.
- 4. Enhver har rett til å få opplysninger som er registrert om et finansielt instrument, med mindre noe annet følger av lov eller forskrift.
- 5. Dersom noen med hjemmel i lov har krav på opplysninger og opplysningene finnes i et verdipapirregister, har vedkommende rett til å få disse opplysningene fra verdipapirregisteret.

§ 8-3 Vederlag

Verdipapirregisteret kan kreve vederlag for utlevering av opplysninger til kontohavere, rettighetshavere og andre, herunder ved utlevering av endringsmeldinger og beholdningsoversikter. Dette gjelder likevel ikke for opplysninger offentlige myndigheter har krav på i medhold av lov eller forskrift.

Kapittel 9. Erstatningsansvar, sikkerhetsstillelse, klage

§ 9-1 Registerets erstatningsansvar

Verdipapirregisteret er ansvarlig for økonomisk tap noen påføres som følge av feil som er oppstått i tilknytning til registreringsvirksomheten. Dette gjelder ikke dersom registeret godtgjør at feilen skyldes forhold utenfor registerets kontroll som registeret ikke med rimelighet kunne ventes å unngå eller overvinne følgene av.

For annet økonomisk tap er verdipapirregisteret ansvarlig dersom tapet skyldes uaktsomhet fra registerets side eller hos noen registeret svarer for.

Erstatningsansvar som nevnt i første ledd omfatter kun direkte tap, og slikt ansvar er i alle tilfelle begrenset til 500 millioner kroner for samme feil.

§ 9-2 Sikkerhetsstillelse

Verdipapirregisterets erstatningsansvar etter § 9-1 skal til enhver tid være dekket av forsikring eller annen garantistillelse til fordel for tredjemann. Sikkerhetsstillelsen skal være godkjent av Kredittilsynet.

§ 9-3 Skadelidtes medvirkning

Har skadelidte selv forsettlig eller uaktsomt forårsaket eller medvirket til skaden, kan erstatningen nedsettes eller bortfalle.

§ 9-4 Behandling av erstatningskrav

Krav om erstatning skal behandles etter reglene i § 9-5. Erstatningskrav skal fremsettes overfor verdipapirregisteret. Oppnås det ikke enighet mellom partene om kravet, bringes saken inn for klagenemnden.

§ 9-5 Klage

Verdipapirregisteret skal opprette en uavhengig klagenemnd som behandler klager over avgjørelser som er truffet av verdipapirregisteret eller en representant for registeret. 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.

Enhver med rettslig klageinteresse kan klage. Klagenemnden kan beslutte at en klage ikke skal tas under behandling, dersom den finner at det spørsmålet klagen reiser bør fremmes til avgjørelse for domstolene.

Klagen må fremsettes innen tre uker fra den dag klageren har eller burde ha fått kjennskap til det forhold klagen gjelder.

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 domstolene skal megling i forliksrådet ikke finne sted.

Kapittel 10. Tilsyn og straff

§ 10-1 Tilsyn

Foretak som driver verdipapirregister er underlagt tilsyn av Kredittilsynet etter lov 7. desember 1956 nr. 1 om tilsynet for kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper og verdipapirhandel mv.

§ 10-2 Opplysningsplikt overfor Kredittilsynet

Verdipapirregister og selskap i samme konsern har plikt til å gi de opplysninger som Kredittilsynet krever om forhold som angår foretakets virksomhet, samt til å fremvise og utlevere til Kredittilsynet dokumentasjon som angår virksomheten. Tilsvarende gjelder overfor den som handler på vegne av verdipapirregisteret.

§ 10-3 Pålegg fra Kredittilsynet

Kredittilsynet kan gi verdipapirregister pålegg om retting dersom foretaket opptre i strid med lov, bestemmelser gitt med hjemmel i lov eller egne regler og forretningsvilkår. Tilsvarende gjelder overfor den som handler på vegne av verdipapirregisteret. Tilsvarende gjelder også dersom foretakets ledelse eller styremedlemmer ikke oppfyller kravene til hederligandel og erfaring som fastsatt i § 4-1.

§ 10-4 Straff

Tillitsvalgte, ansatte og revisor i foretak som driver verdipapirregister og som forsettlig eller uaktsomt overtrer bestemmelsene i denne lov eller i 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 under noen strengere straffebestemmelse.

Kapittel 11. Avvikling mv.

§ 11-1 Avvikling

Vedtak om å oppløse eller avvikle virksomheten i et verdipapirregister treffes av generalforsamlingen med flertall som for vedtektsendring, med mindre noe 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.

§ 11-2 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.

§ 11-3 Offentlig administrasjon

Reglene i lov 6. desember 1996 nr. 75 om sikringsordninger for banker og offentlig administrasjon m.v. av finansinstitusjoner kapittel 4 gjelder så langt de passer.

Kapittel 12. Ikrafttredelses- og overgangsregler

§ 12-1 Ikrafttredelse

Loven gjelder fra den tid Kongen 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 kapittel 3. Departementet kan gi nærmere overgangsregler.

§ 12-2 Omdannelse av Verdipapirsentralen

Verdipapirsentralen skal innen to år fra ikrafttredelsen av loven her omdannes til allmennaksjeselskap, jf. lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper.

Omdannelse skal skje ved at Verdipapirsentralens eiendeler og forpliktelser overdras til et nystiftet allmennaksjeselskap mot at Verdipapirsentralen får aksjene i selskapet som vederlag. Kreditorer etter de overførte forpliktelser kan ikke kreve dekning på grunn av omdannelsen eller motsette seg omdannelsen.

Aksjene i det nystiftede selskapet eller i foretak som nevnt i § 5-2 tredje ledd, skal selges. Den del av vederlaget ved salget som svarer til bokført egenkapital i Verdipapirsentralen skal overføres til et finansmarkedsfond. Den overskytende del av vederlaget overføres til staten. Verdipapirsentralen skal deretter avvikles.

Bokført egenkapital som nevnt i tredje ledd skal fremgå av en avslutningsbalanse utarbeidet av Verdipapirsentralen tidligst fire uker før overdragelse som nevnt i annet ledd. Avslutningsbalansen skal utarbeides etter de samme prinsipper som siste årsregnskap til Verdipapirsentralen, og være godkjent av en revisor. I tillegg skal avslutningsbalansen godkjennes av departementet.

Verdipapirsentralen skal utarbeide en plan for omdannelsen som skal godkjennes av departementet. Departementet kan i forskrift gi nærmere bestemmelser om omdannelsen og salg av aksjene.

Kapittel 13. Endringer i andre lover

§ 13-1 Endringer i andre lover

Fra den tid loven trår i kraft gjøres følgende endringer i andre lover:

1. I lov 17. juli 1953 nr. 2 om erstatning for krigsskade på eiendom og interesse skal § 3 tredje ledd tredje punktum lyde:

Departementet kan også gi samtykke til at det for lånet utstedes ihendehaverobligasjoner eller obligasjoner registrert i *et verdipapirregister*.

2. I lov 7. desember 1956 nr. 1 om tilsynet for kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper og verdipapirhandel m.v. (kredittilsynsloven) gjøres følgende endringer:

Ny § 1 første ledd nr. 11 skal lyde:

verdipapirregistre

§ 1 første ledd nr. 11 til 15 blir ny nr. 12 til 16.

§ 7 første ledd tredje punktum skal lyde:

Taushetsplikten etter denne bestemmelse og forvaltningslovens bestemmelser gjelder ikke overfor Norges Bank eller tilsynsmyndigheter i andre EØS-land som fører tilsyn som nevnt i § 1 første ledd nr. 1-6 eller nr. 14, eller tilsyn med forvaltningsselskap for verdipapirfond.

§ 7 første ledd fjerde punktum skal lyde:

Taushetsplikten er heller ikke til hinder for at Kredittilsynet gir opplysninger til børs med tillatelse etter børsloven § 1-2, *et verdipapirregister* eller oppgjørssentral som nevnt i verdipapirhandelsoven §§ 2-3 eller 4-8, om forhold som er nødvendig for utførelsen av disse institusjonenes lovbestemte oppgaver.

§ 9 annet ledd skal lyde:

Fordelingen innen de gruppene som er nevnt i § 1 første ledd nr. 1, 2, 6, 8 og 15 skjer på grunnlag av størrelsen av institusjonenes forvaltningskapital ved begynnelsen av året, likevel slik at departementet for hvert år fastsetter et minste og et høyeste beløp som kan utliknes på den enkelte institusjon innen hver gruppe. For en forretningsbank som er stiftet etter forretningsbanklovens § 4 tredje ledd, kan det fastsettes et særskilt beløp etter omfanget av tilsynsarbeidet. Fordelingen innen de gruppene som er nevnt under § 1 første ledd nr. 3, 4, og 12 skjer på grunnlag av størrelsen av premieinntekt for direkte forsikring avsluttet i Norge. Departementet kan likevel for hvert år fastsette et minste og et høyeste beløp som kan utliknes på den enkelte institusjon innen hver gruppe. Fordelingen innen de grupper som omfattes av § 1 første ledd nr. 5, 7, 13 og 14 skjer etter regler som fastsettes av departementet. For gruppe som omfattes av § 1 første ledd nr. 9, 10 og 11 fastsetter departementet et beløp særskilt. Når tilsynet følger av § 1 annet ledd eller annen særskilt lovhjemmel, jf. § 1 første ledd nr. 16, skjer fordelingen innen den enkelte gruppe etter regler som fastsettes av departementet. Utlikningen skal utføres av tilsynet, men skal godkjennes av departementet.

3. I lov 25. juni 1965 nr. 2 om adgang til regulering av penge- og kredittforholdene skal § 15 lyde:

Kongen kan ved forskrift bestemme at lån mot utstedelse av ihendehaverobligasjoner eller obligasjoner registrert i *et verdipapirregister*, eller lån som ellers gis av flere långivere sammen, ikke skal kunne tas opp uten etter samtykke fra Kongen.

4. I lov 18. mai 1979 nr. 18 om foreldelse av fordringer skal § 5 nr. 1 lyde:

- 1. Når det er utstedt gjeldsbrev for en fordring, eller fordringen er registrert i *et verdipapirregister*, er foreldelsesfristen 10 år, bortsett fra senere forfalt rente eller selskapsutbytte og senere forfalte terminytelser som omhandles i § 6.

5. I lov 8. februar 1980 nr. 2 om pant gjøres følgende endringer:

§ 1-1 fjerde ledd annet punktum skal lyde:

Verdipapirregistre og Løsøreregisterets motorvognregister regnes ikke som realregistre.

§ 1-6 annet ledd første punktum skal lyde:

Den som har pant i verdipapirer, fondsaktiver registrert i *et verdipapirregister*, innløsningspapirer eller enkle pengekrav, kan kreve og motta renter, utbytte og avdrag som forfaller mens panteretten består.

Overskriften til kapittel 4 skal lyde:

Kap. 4. Avtalepant i verdipapirer, fondsaktiver registrert i *verdipapirregistre*, aksjer, enkle pengekrav m.m.

Overskriften til § 4-1 skal lyde:

Verdipapir og fondsaktiver registrert i *et verdipapirregister*.

§ 4-1 tredje ledd skal lyde:

(3) Fondsaktiver registrert i *et verdipapirregister* kan pantsettes ved registrering i *verdipapirregisteret*, jf *verdipapirregisterloven*.

Overskriften til § 4-2 a skal lyde:

Aksjer som ikke er registrert i *et verdipapirregister*.

§ 4-2 a første ledd skal lyde:

(1) Aksjer som ikke er registrert i *et verdipapirregister*, kan pantsettes med mindre noe annet er fastsatt i selskapets vedtekter.

§ 4-4 annet ledd skal lyde:

(2) Som enkelt pengekrav regnes pengekrav som ikke er knyttet til verdipapir, fondsaktiver registrert i *et verdipapirregister* eller innløsningspapir.

Overskriften til § 5-7 skal lyde:

Utlegg i verdipapir, fondsaktiver registrert i *et verdipapirregister*, innløsningspapir, aksjer eller enkle krav.

§ 5-7 tredje ledd skal lyde:

(3) Utleggspant i aksjer som ikke er registrert i *et verdipapirregister*, får rettsvern etter reglene i § 4-2a annet ledd.

§ 5-7 sjette ledd skal lyde:

(6) Utleggspant i fondsaktiver registrert i *et verdipapirregister* får rettsvern ved registrering i *et verdipapirregisteret*, jf *verdipapirregisterloven*.

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

§ 6-5 nr. 1 første punktum skal lyde:

1. *Verdipapirregistre* skal ukrevet gi ligningsmyndighetene oppgave som viser den enkelte investors samlede beholdning av fondsaktiver pr. 1. januar og 31. desember siste år, eller ved opprettelse eller oppgjør av kontoen i løpet av året.

§ 6-5 nr. 2 skal lyde:

–2. Departementet kan ved forskrift bestemme at *verdipapirregistre* ukrevet eller etter ligningsmyndighetenes anmodning skal gi oppgave som viser registrerte transaksjoner på en eller flere av investors verdipapirkonti i en bestemt periode.

§ 6-16 bokstav c skal lyde:

–c) i forskrift bestemme at de i denne paragraf spesifiserte oppgavene; lønnsoppgaver mv. etter § 6-2, saldo- og renteoppgaver ved årsskifte eller ved oppgjør avonti i løpet av det siste inntektsår etter § 6-4 og § 6-13 nr. 2 d, kontrolloppgaver etter § 6-3 nr. 5, kontrolloppgaver fra *verdipapirregistre* etter § 6-5, livsforsikringspremie, pensjonsforsikringspremie, innskudd etter innskuddspensjonsloven og innskudd i individuell pensjonsavtale (IPA) mv., spare- og fondsinnskudd, tilskudd til forskningsinstitutter mv. og betaling for pass og stell av barn mv. [og gaver til selskaper, stiftelser eller sammenslutninger] ¹ etter § 6-6, utbetalinger mv. fra forsikringsselskaper, banker og forvaltningsselskaper for verdipapirfond etter § 6-7, aksjonæroppgaver etter § 6-11, oppgaver fra Trygdeetatens Innkrevingsentral og Statens Innkrevingsentral etter § 6-13 nr. 4, fordelingsoppgaver over inntekter, utgifter og formue i boligselskap etter skatteloven [§ 51 sjette ledd] ² og i boligsameier etter forskrift gitt i medhold av skatteloven [§ 42 b nr. 9,] ³ skal overleveres i maskinlesbar form.

7. I lov 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond gjøres følgende endring:

§ 1-2 første ledd nr. 4 skal lyde:

depotmottaker: foretak under offentlig tilsyn som oppbevarer verdiene som inngår i et *verdipapirfond* og mottar innbetalinger og forestår utbetalinger for fondets regning.

§ 5-1 første ledd første punktum skal lyde:

Alle finansielle instrumenter, likvider og andre aktiva som inngår i et verdipapirfond, skal oppbevares eller føres påonti i *et verdipapirregister* av én depotmottaker.

§ 6-4 nytt fjerde ledd skal lyde:

En forvalter kan føres inn i den fortegnelse som er nevnt i første ledd i stedet for andelseier etter nærmere regler gitt av Kongen.

8. I lov 8. juni 1984 nr. 58 om gjeldsforhandling og konkurs (konkursloven) gjøres følgende endringer:

§ 36 første ledd nr. 3 skal lyde:

3) *et verdipapirregister*, dersom det er registrert rettigheter der som gjeldsnemnda mener tilhører skyldneren, og

§ 79 tredje ledd nr. 2 skal lyde:

et verdipapirregister, dersom det er registrert rettigheter der som bostyren mener er omfattet av boets beslagsrett.

9. I lov 21. juni 1985 nr. 78 om registrering av foretak skal § 5-3 tredje punktum lyde:

Gjelder registerførerens vedtak emisjon av fondsaktiver, skal også *verdipapirregisteret* underrettes.

10. I lov 10. juni 1988 nr. 40 om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner skal § 2-15 første ledd bokstav b lyde:

pant i bankinnskudd, ihendehaverobligasjoner eller obligasjoner registrert i *et verdipapirregister*,

11. I lov 26. juni 1992 nr. 86 om tvangsfullbyrdelse og midlertidig sikring (tvangsfullbyrdesloven) gjøres følgende endringer:

§ 1-8 første ledd annet punktum skal lyde:

Verdipapirregistre og Løsøreregisterets motorvognregister regnes ikke som realregistre

§ 7-13 første ledd annet punktum skal lyde:

Det samme gjelder realregistrerte formuesgoder, fondsaktiver registrert i *et verdipapirregister*, aksjer og adkomstdokumenter til leierett til husrom som saksøkte er registrert eller meldt som eier av.

§ 7-14 annet punktum skal lyde:

Det samme gjelder realregistrerte formuesgoder, fondsaktiver registrert i *et verdipapirregister*, aksjer og adkomstdokumenter til leierett til husrom som en tredjeperson er registrert eller meldt som eier av.

§ 7-20 fjerde ledd skal lyde:

Ved utlegg i fondsaktiver som er registrert i *et verdipapirregister*, registrerer namsmannen omgående at bare namsmannen kan disponere kontoen.

§ 7-20 femte ledd første punktum skal lyde:

Ved utlegg i aksjer som ikke er registrert i *et verdipapirregister*, underretter namsmannen snarest selskapet og forbyr selskapet å betale eller yte til saksøkte.

§ 10-3 første ledd tredje punktum skal lyde:

Ved begjæring om dekning i fondsaktiver som er registrert i *et verdipapirregister* eller immaterialrettigheter som kan registreres i særskilt register, skal utskrift fra vedkommende register legges ved begjæringen istedenfor utskrift fra Løsøreregisteret.

§ 10-4 første ledd første punktum skal lyde:

Tvangsdekning i omsettelige verdipapirer som nevnt i verdipapirhandelloven § 1-2 tredje ledd og i fondsaktiver som er registrert i *et verdipapirregister*, skjer ved salg av formuesgodet gjennom medhjelper.

§ 15-9 fjerde ledd annet punktum skal lyde:

Tilsvarende gjelder for rettigheter registrert i *et verdipapirregister* eller i et særskilt register for immaterialrettigheter.

12. I lov 11. juni 1993 nr. 83 om endringer i rettergangslovgivningen m.m. gjøres følgende endringer i avsnitt I nr. 50 om endringer i lov 26. juni 1992 nr. 86 om tvangsfullbyrdelse og midlertidig sikring (tvangsfullbyrdsloven):

§ 7-20 fjerde skal lyde:

Ved utlegg i fondsaktiver som er registrert i *et verdipapirregister*, registrerer namsmannen omgående at bare namsmannen kan disponere kontoen.

§ 7-20 femte ledd skal lyde:

Ved utlegg i aksjer som ikke er registrert i *et verdipapirregister*, underretter namsmannen, dersom det lar seg gjøre, snarest selskapet og forbyr selskapet å betale eller yte til saksøkte.

13. I lov 6. desember 1996 nr. 75 om sikringsordninger for banker og offentlig administrasjon m.v. av finansinstitusjoner skal § 4-5 tredje ledd annet punktum lyde:

Vedtaket skal meldes til Foretaksregistret, registreres i *et verdipapirregister* og tinglyses i de rettskretser der institusjonen har fast eiendom.

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

§ 2-2 første ledd nr. 9 skal lyde:

–9. om selskapets aksjer skal registreres i *et verdipapirregister*.

Overskriften til § 4-4 skal lyde:

Registrering av aksjer i *et verdipapirregister*

§ 4-4 skal lyde:

Er selskapets aksjer registrert i *et verdipapirregister*, gjelder reglene i lov om allmennaksjeselskaper om slik registrering for aksjene.

Overskriften til § 4-11 skal lyde:

Overgang fra aksjeeierbok til aksjeeierregistrering i *et verdipapirregister* og omvendt

§ 4-11 første ledd første punktum skal lyde:

Dersom et aksjeselskap har besluttet at selskapets aksjer skal registreres i *et verdipapirregister*, skal selskapet varsle om at den som aksjeeierboken angir som aksjeeier, vil bli registrert som eier for det antall aksjer aksjeeierboken viser, med mindre det godtgjøres at en annen er aksjeeier.

§ 4-11 tredje ledd første punktum skal lyde:

Dersom et aksjeselskap har besluttet at selskapets aksjer ikke lenger skal være registrert i *et verdipapirregister*, skal selskapet varsle om at den som er angitt som aksjeeier i aksjeeierregisteret, vil bli innført i aksjeeierboken som eier for det antall aksjer aksjeeierregisteret viser, med mindre det godtgjøres at en annen er aksjeeier.

§ 4-11 tredje ledd fjerde punktum skal lyde:

Rettinger i en aksje som er registrert i *et verdipapirregister*, anses ved overgangen til aksjeeierboken som meldt til selskapet med den prioritettighetene har etter registreringen i *verdipapirregisteret*.

§ 4-11 fjerde ledd skal lyde:

Kongen kan gi forskrift om fremgangsmåten ved overgang fra aksjeeierbok til aksjeeierregisteret i *et verdipapirregister* og ved overgang fra aksjeeierregisteret i *et verdipapirregister* til aksjeeierbok.

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

§ 4-4 første ledd skal lyde:

Når et allmennaksjeselskap er stiftet, skal styret uten opphold sørge for at det opprettes et aksjeeierregister for selskapet i *et verdipapirregister*. Opprettes aksjeeierregisteret før selskapet er registrert i Foretaksregisteret, skal dette angis. Når registrering i Foretaksregisteret er foretatt, skal styret straks melde dette til *verdipapirregisteret*.

§ 4-7 skal lyde:

Tidligere eier skal sørge for at det straks etter eierskifte sendes melding til *verdipapirregisteret* om dette.

§ 4-8 annet ledd annet punktum skal lyde:

Når registrering i Foretaksregisteret er foretatt, skal styret straks melde dette til *verdipapirregisteret*.

§ 4-10 første ledd *nytt* siste punktum skal lyde:

Et annet norsk verdipapirregister kan etter forskrift gitt av Kongen opprette et delregister som føres inn i aksjeeierregisteret på vegne av aksjeeier. § 4-5 gjelder tilsvarende for delregisteret.

§ 4-11 første ledd skal lyde:

(1) Selskapet skal ha et tegningsrettsregister i *det verdipapirregisteret selskapets aksjer er registrert i*.

§ 4-11 tredje ledd første punktum skal lyde:

Tegningsrett som nevnt skal også registreres på konto som rettighetshaveren har i *et verdipapirregister*.

§ 4-13 første ledd skal lyde:

Om rettsvirkninger av registrering i *et verdipapirregister* gjelder reglene i *verdipapirregisterloven §§ 7-1, 7-2 og 7-4*.

§ 4-13 annet ledd annet punktum skal lyde:

Annen utdeling enn utbytte er likevel bare frigjørende i forhold til en senere godtroende erverver dersom den er registrert på aksjeeierens konto i *et verdipapirregister*.

§ 4-13 tredje ledd annet punktum nr. 2 skal lyde:

–2. unnlatt registrering skyldes feil i *et verdipapirregister*.

§ 4-16 første ledd annet punktum skal lyde:

Styret skal snarest mulig etter at ervervet er meldt til *verdipapirregisteret*, avgjøre om samtykke skal gis.

§ 4-16 fjerde ledd skal lyde:

(4) Er erververen ikke underrettet om at samtykke er nektet innen to måneder etter at melding om ervervet kom inn til *verdipapirregisteret*, anses samtykke å være gitt.

§ 4-20 første punktum skal lyde:

Når *verdipapirregisteret* mottar melding etter § 4-7, skal *det* straks varsle selskapet.

§ 4-23 første ledd annet punktum skal lyde:

Meldingen må være kommet frem til selskapet senest to måneder etter at *verdipapirregisteret* eller i tilfelle selskapet fikk melding om eierskiftet som nevnt i § 4-20.

§ 10-6 skal lyde:

Fortrinnsrett til å tegne nye aksjer skal innføres i tegningsrettsregisteret i *verdipapirregisteret* etter reglene i § 4-11.

§ 12-6 nr. 4 annet punktum skal lyde:

Utdelinger som skjer i forbindelse med kapitalnedsettingen, skal registreres på aksjeeierens konto i *verdipapirregisteret*.

§ 13-18 tredje ledd skal lyde:

(3) Utbetaling av vederlag i annet enn aksjer til aksjeeiere i selskap som er registrert i *et verdipapirregister*, skal registreres på aksjeeierens konto i *verdipapirregisteret*.

§ 13-18 fjerde ledd tredje punktum skal lyde:

Har det eller de overdragende selskapenes aksjer vært registrert i *et verdipapirregister*, skal det overtakende selskapet også oppbevare en utskrift av aksjeeierregisteret, slik dette er ved registreringen av fusjonen i Foretaksregisteret.

§ 16-9 tredje ledd skal lyde:

(3) Utdelingen skal registreres på aksjeeierens konto i *verdipapirregisteret*.

16. I lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel gjøres følgende endringer:

§ 1-5 skal lyde:

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 og forpliktelser vedrørende lån av finansielle instrumenter.

§ 3-2 første ledd skal lyde:

Fører et erverv til at erververens andel av aksjer og/eller rettigheter til aksjer som er notert på norsk børs når opp til eller passerer $1/20$, $1/5$, $1/3$, $1/2$, $2/3$ eller $9/10$ av aksjekapitalen eller en tilsvarende andel av stemmene i selskapet, skal erververen melde ervervet til børsen.

§ 3-2 nytt sjuende ledd skal lyde:

Første til sjette ledd gjelder tilsvarende for grunnfondsbevis.

§ 3-2 nytt åttende ledd skal lyde:

Departementet kan i forskrift gjøre unntak fra reglene i denne paragrafen for verdipapirforetak.

§ 9-4 tredje ledd annet punktum skal lyde:

Denne bestemmelsen gjelder ikke for tegningsretter, kjøpsretter eller *salgsretter* som utstedes på like vilkår, samtidig og i en gitt mengde dersom utsteder eier de underliggende verdipapirene, *eller der utstedelsen oppfyller nærmere vilkår fastsatt i forskrift av departementet.*

Overskriften til § 9-6 skal lyde:

Handel i finansielle instrumenter som er registrert i *et verdipapirregister*

§ 9-6 skal lyde:

Verdipapirforetak skal registrere handler med registrerte finansielle instrumenter i *et verdipapirregister* samme dag som avtale inngås.

§ 12-2 fjerde ledd skal lyde:

Kredittilsynet kan uten hinder av taushetsplikt kreve å få de opplysninger det finner påkrevet i sin kontrollvirksomhet fra *et verdipapirregister* på den måten Kredittilsynet finner hensiktsmessig.

17. I lov 17. juli 1998 nr. 56 om årsregnskap m.v. (regnskapsloven) skal § 2-4 annet ledd nr. 4 lyde:

–4. oppgaver fra *et verdipapirregister* over verdipapirbeholdning.

18. I lov 26. mars 1999 nr. 14 om skatt av formue og inntekt (skatteloven) gjøres følgende endringer:

§ 2-30 første ledd bokstav j skal lyde:

verdipapirregistre

Overskriften til § 4-14 skal lyde:

Ihendehaverobligasjon, obligasjon registrert i *et verdipapirregister* og lignende verdipapir

§ 4-14 skal lyde:

Ihendehaverobligasjon, obligasjon registrert i *et verdipapirregister* og lignende verdipapir verdsettes til kursverdien, eller til antatt omsetningsverdi dersom kursen ikke er notert.

§ 10-34 fjerde ledd annet punktum skal lyde:

Er selskapet registrert i *et verdipapirregister*, jf. *verdipapirregisterloven §§ 2-1 og 2-2*, kan melding sendes av *verdipapirregisteret*.

19. I lov 17. desember 1999 nr. 95 om betalingssystemer m.v. gjøres følgende endringer:

§ 4-2 skal lyde:

§ 4-2 Rettsvern for avtaler om avregning og oppgjør

Avtaler om avregning og oppgjør kan gjøres gjeldende etter sitt innhold selv om det innledes insolvensbehandling hos en deltaker i systemet når oppdraget er lagt inn i systemet før det er innledet insolvensbehandling.

Tidspunktet for når et oppdrag skal anses *lagt inn* i systemet skal avtales mellom deltakerne i systemet. Det samme gjelder tidspunktet for når retten til å tilbakekalle ordrer er bortfalt. Norges Bank kan for interbanksystemer fastsette nærmere regler om når oppdrag skal anses lagt inn *i systemet* etter første ledd. Kredittilsynet kan fastsette slike regler for verdipapiroppgjørssystemer.

Dersom et oppdrag blir lagt inn i systemet etter at det er innledet insolvensbehandling etter første ledd, og oppdraget gjennomføres samme dag som

insolvensbehandling innledes, gjelder første ledd tilsvarende dersom avregningssentralen, sentral motpart eller oppgjørsbanken *etter oppgjørstidspunktet kan godtgjøre* at de ikke hadde eller burde hatt kunnskap om at insolvensbehandling var innledet *når oppdraget ble lagt inn i systemet*.

§ 4-4 annet ledd skal lyde:

Dersom finansielle instrumenter som nevnt i verdipapirhandelloven § 1-2 annet ledd er stilt som sikkerhet etter første ledd, og retten til de finansielle instrumentene er registrert i et register, en konto eller *i et verdipapirregister* i en EØS-stat, skal lovgivningen i dette landet være bestemmende for rettighetene til innehaver av sikkerhetsstillelsen.

20. I lov 17. november 2000 nr. 80 om børsvirksomhet m.m. (børsloven) gjøres følgende endringer:

§ 3-6 fjerde ledd skal lyde:

Departementet kan i forskrift eller ved enkeltvedtak gjøre unntak fra taushetsplikten overfor annen børs, *verdipapirregister*, oppgjørssentral, autorisert markedsplass og utenlandske tilsynsmyndigheter.

§ 5-11 annet ledd første punktum skal lyde:

Børs kan kreve at *verdipapirregistre* og oppgjørssentral uten hinder av taushetsplikt gir slike opplysninger som er nødvendige for at børsen skal kunne oppfylle sine plikter etter første ledd.
