



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Magnus Ekberg

Finansiella instrument och
kontoföring på en modern
värdepappersmarknad –
eventuella problem och risker

Examensarbete
20 poäng

Handledare
Lars Gorton

Ämnesområde
Bankrätt

Termin
Vt-2004

Innehåll

SAMMANFATTNING	1
1 INLEDNING	2
1.1 Bakgrund	2
1.2 Syfte	4
1.3 Avgränsningar	4
1.4 Metod	4
1.5 Disposition	5
2 KAPITALMARKNADEN OCH DESS UTVECKLING	6
2.1 Kapitalmarknaden	6
2.1.1 Aktier	7
2.1.2 Optioner	8
2.1.3 Obligationer	8
2.2 Handelsplatser	8
2.3 Intermediärer	9
2.4 Bakgrunden till den nya lagstiftningen	9
2.5 Den ökande handeln	11
2.6 Det papperslösa systemets framväxt	14
2.7 Auktorisation som central värdepappersförvarare	15
2.8 Elektronisk orderdriven marknad	17
2.9 Transaktionskedjan – händelseförlopp och deltagare	18
2.9.1 Orderläggning	18
2.9.2 Matchning	18
2.9.3 Clearingmomentet och riskerna	18
2.9.4 Clearingorganisationen	20
2.9.5 Avveckling (Settlement)	21
2.9.6 Registerföring	22
3 FINANSIELLA INSTRUMENT	23
3.1 Registreringskravet	23
3.2 Värdepappers egendomslag	24
3.3 Traditionella finansiella instrument	24

3.4	Kontoförda finansiella instrument	25
3.4.1	Immobiliserade kontoförda finansiella instrument	25
3.4.2	Dematerialiserade kontoförda finansiella instrument	26
3.4.3	Nackdelar med kontoföring och dematerialisering	26
4	PANTSÄTTNING OCH SAKRÄTTSLIGA ASPEKTER PÅ SYSTEMET MED KONTOFÖRING	27
4.1	Godtrosförvärv av aktier	27
4.2	Belåning av en aktiedepå och individualisering av innehållet på aktiekontot	27
4.3	Pantsättning	29
4.3.1	Allmänt	29
4.3.2	Realisationsbefogenheten	30
4.3.3	Fyra krav för giltig panträtt	30
4.3.4	Specialitetsprincipen	31
4.3.5	Traditionsprincipen	31
4.3.6	Aktiebrev och löpande skuldebrev	32
4.3.7	Denuntiation	32
4.3.8	Registrering	33
4.4	Säkerhetsöverlåtelse	34
4.5	EG direktiv	36
4.5.1	Finalitydirektivet	36
4.5.2	Säkerhetsdirektivet	36
5	INTERNATIONELL PRIVAT-RÄTTSLIGA ASPEKTER	38
5.1	Internationella förhållanden	38
5.2	Lagvalsproblematiken	39
5.2.1	Lex rei sitae	39
5.2.2	PRIMA principen	40
6	KOMMENTARER OCH SLUTSATSER	42
	KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING	44

Sammanfattning

De finansiella marknaderna har de senaste decennierna genomgått en enorm utveckling och tillhör numera ett mycket dynamiskt område inom såväl EG-rätten och den nationella rätten som inom den internationella privaträtten.

Det föreligger spänningar mellan intresset av att skapa ett system som främjar en ökad omsättning och en ökad handel och intresset att skapa tilltro till den befintliga marknaden och därigenom locka fler deltagare att delta på marknaden. Regleringar kan ses som ett hinder mot en fri tillväxt samtidigt som de bidrar till en ökad tilltro bland marknadsdeltagarna.

Denna uppsats är ett försök till att ge en överblick av kapitalmarknaden och dess utveckling för att ge en förståelse för den utformning som valts och hur detta har ändrat förutsättningarna för handeln med värdepapper.

Pantsättningsregler och särskilt med avseende på de problem som kan uppstå med de kontoförda finansiella instrumenten behandlas. Också de regler och direktiv som aktualiseras med anledning av EU berörs.

Även de problem som föranleds av den allt mer internationaliserade kapitalmarknaden berörs, bland annat vissa frågor om lagval.

Slutsatsen av detta arbete är att utvecklingen varit oundviklig och att en tillväxt av marknaderna, liknande den som skett, aldrig varit möjlig utan övergången till ett system för hantering av finansiella instrument baserat på kontoföring. Utveckling har även haft en bidragande roll för internationaliseringen av marknaden.

1 Inledning

1.1 Bakgrund

De senaste decennierna har de finansiella marknaderna genomgått en förändring, de svenska så väl som de internationella. Inte enbart utbudet av finansiella instrument har ökat utan även omsättningen har mångdubblats.¹ Dessutom har ägandet spridits på en större del av samhället. För att klara av utvecklingen har lagregleringen fått genomgå en parallell förändring.

I många jurisdiktioner, har varken lagstiftningen som reglerar transaktioner av finansiella instrument eller lagstiftningen beträffande lagvalet vid sådana transaktioner, uppdaterats i tillräcklig utsträckning för att återspegla övergången till kontoförda finansiella instrument eller för att klara av marknadens behov. I många länder är regelsystemen beträffande de finansiella instrumenten från en tid då finansiella instrument enbart existerade i fysisk form. Detta kan inte anses vara optimalt i det moderna systemet för finansiella instrument där det inte existerar något fysiskt värdepapper.²

Avsikten med uppsatsen är beskriva och redogöra för hur regelsystemet har utformats och förändrats och hur det fungerar i ett internationellt perspektiv. Många problem som bland annat rör överföring av finansiella instrument och pantsättning av dessa skall jag försöka att beröra.

Marknaden för finansiella instrument har breddats de senaste decennierna. Man talade till exempel om *folkaktier* bland annat i samband med Telia-noteringen.³ Ägandet har skingrats och en stor del av befolkningen är

¹ 1972 var, enligt SCB, omsättningen på Stockholmsbörsen 2 Mdr SEK, 2002 var omsättningen 2 702 Mdr SEK. Detta motsvarar en ökning på 1350 gånger. Statistisk Årsbok: 1984, tabell 320; 1993, tabell 332; 2004, tabell 462

² Bernasconi, s. 3

³ En sökning på www.svd.se ger flera träffar på artiklar innehållande begreppet folkaktier, bland annat 031031 Folkaktien allt mer populär – Folkaktien Ericsson och 020313 Clas Ohlson på väg bli den nya folkaktien

numera aktieägare.⁴ Finansmarknadsbevakningen är daglig, till och med löpande via Internet. Hushållens sparande har gradvis gått mot en allt större andel placeringar i olika värdepapper på bekostnad av bankinlåningen. Genomsnittligt tar hushållen en större risk men får en bättre avkastning på sina placeringar.⁵ Mycket påverkas direkt av aktiemarknaden och många följer den oavbrutet. Detta gäller inte minst sedan man infört det nya premiepensionssystemet som är kopplat till dessa marknader genom ett fondförsäkringssparande.

Utvecklingen har skapat ett behov av ett snabbare, säkrare och även internationellt gångbart system för handel med finansiella instrument. Detta har varit bakgrunden till att man i Sverige har skapat dematerialiserade kontoförda finansiella instrument. Kontoföringen av de finansiella instrumenten innebär att många av de risker som tidigare varit förknippade med transaktioner minskats. Bland annat har risker med förfalskningar och dubbelöverlåtelser och liknande minskats.

Värdepappersmarknadens regelsystem syftar i stora delar till att skapa och bibehålla allmänhetens förtroende för marknaden. Så länge det finns ett förtroende för marknaden kan transaktionskostnaderna hållas nere. Om det finns en allmänt utbredd åsikt att aktörerna på marknaden infriar sina förpliktelser behövs det inte göras kreditvärdighetsbedömningar inför varje transaktion.⁶

Ett av de viktigaste målen med regelsystemet kan sägas vara att sänka transaktionskostnaderna och därmed skapa förutsättningar för en ökad handel.

⁴ Hushållens innehav av aktier i bolag noterade på svensk marknadsplats har ökat från 100 milj. SEK år 1990 till 268 milj. SEK år 2002 enligt Statistisk Årsbok 2004, tabell 457

⁵ SOU 2000:11, s. 103

⁶ Kågerman, s. 55

1.2 Syfte

Syftet med denna uppsats är att närmare granska och analysera kapitalmarknaden och effekten av förekomsten av kontoförda finansiella instrument, dematerialiserade så väl som immobiliserade.

Några av de frågor som jag avser besvara är: Vad innebär kontoföringen av dematerialiserade finansiella instrument? Hur har man kommit till rätta med riskerna och vilka har varit tankarna bakom beslut som har fattats? Vilka risker har ersatt de tidigare? Vad innebär internationaliseringen av finansmarknaden och vilka problem ligger framför oss?

1.3 Avgränsningar

De privata aktier som alltjämt finns och hanteras i pappersform kommer endast kortfattat att nämnas. Avsikten med uppsatsen är vidare att hantera regleringen av de professionella aktörerna och eventuell konsumentreglering lämnas därför utan avseende. Uppsatsen behandlar främst den svenska marknaden dock behandlas även den europeiska utvecklingen och de tendenser som förekommer där med anledning av de harmoniseringssträvanden som förekommer inom EU. Internationella utblickar kommer att göras till andra marknader för att visa på utvecklingen och för att åskådliggöra eventuella trender. Uppsatsen avser att behandla värdepapper som hanteras med kontoföring.

1.4 Metod

Den metod som använts vid framställningen av uppsatsen är en sedvanlig rättsdogmatisk metod, enligt vilken genomgång av lagar, förarbeten och doktrin gjorts. Med denna genomgång som grund har strävan varit att fastställa vad som kan anses vara gällande rätt inom de behandlade områdena och att studera de problem som uppkommer. Metoden är av såväl deskriptiv som analyserande karaktär.

För att kunna uppfylla syftet med uppsatsen har jag, på grund av frågans internationella karaktär, också använt material som varit av utländskt ursprung och som även varit *common law* inriktad. Då utvecklingen går mot en allt mer utbredd internationalisering på kapitalmarknaden och även homogenisering, bland annat genom EU:s krav på en marknad, är det svårt att bortse från detta inslag.

1.5 Disposition

Inledningsvis görs ett försök att ge en överblick av kapitalmarknaden och dess utveckling för att ge en förståelse för den utveckling som skett på kapitalmarknaden och hur detta har ändrat förutsättningarna för värdepappersmarknaden.

Därefter görs en analys och beskrivning av olika värdepapper och finansiella instrument.

Sedan behandlas pantsättningsregler och särskilt med avseende på de problem som kan uppstå med de kontoförda finansiella instrumenten. Även de regler och direktiv som aktualiseras med anledning av EU berörs.

Därpå sker en översyn av internationella aspekter och problem som föranleds av den allt mer internationaliserade kapitalmarknaden. Bland annat vissa frågor som rör lagvalsfrågor.

Slutligen avrundas uppsatsen med en sammanfattande kommentar och egna slutsatser.

2 Kapitalmarknaden och dess utveckling

En av orsakerna till det kraftiga uppsvinget för den svenska aktiemarknaden står att finna i näringslivets allmänna expansion, den ökade tillgången till placeringsvilligt kapital från pensionsfonder, utlandet och den inhemska allmänheten samt slutligen den kraftiga tillväxten av antalet förmedlare på marknaden. Den mycket snabba utvecklingen av aktiemarknaden har under 1980-talet lett till att antalet fondkommissionsbolag ökat kraftigt, från 7 stycken i slutet av år 1980 till 23 stycken vid utgången av år 1990. I mitten av 1980-talet uppgick de samlade courtageintäkterna till ca 700 miljoner kronor per år. Åren 1989 och 1990 uppgick dessa intäkter till 1,9 respektive 1,7 miljarder kronor. Förutom den ökade aktiviteten på Stockholms fondbörs har tillkomsten av nya finansiella instrument och möjligheten att fritt handla med utländska aktier påverkat fondkommissionärernas intäkter.⁷

2.1 Kapitalmarknaden

Kapitalmarknaden består av aktiemarknaden och kreditmarknaden. Med kapitalmarknaden brukas avses alla de delar av det finansiella systemet som är inblandat i omallokeringen av kapital mellan olika hushåll och företag.⁸ Marknaderna är till för att olika slags rättigheter skall kunna omsättas på ett säkert och praktiskt sätt. Genom omsättningen etableras ett marknadspris på de olika rättigheterna.⁹ Kapitalmarknaden kan sägas vara synonymt med värdepappersmarknaden.¹⁰

Kapitalmarknaden har två uppgifter. Den första uppgiften är att tillse att företag och andra aktörers tillgång till kapital som krävs i deras respektive verksamhet tillgodoses. Samtidigt är det en möjlighet för kapitalplacere att få avkastning på outnyttjade resurser. Aktiemarknaden erbjuder främst de

⁷ Prop. 1990/91:142, s. 54 f.

⁸ SOU 1998:160, s. 110 f.

⁹ Kågerman, s. 243

¹⁰ SOU 2000:11, s. 105

privata företagen tillgång till riskvilligt kapital. Stater och företag erbjuds möjligheten att få krediter på kreditmarknaden. De senaste decennierna har omsättningen på kapitalmarknaden varit starkt stigande.¹¹

Det har under de senaste decennierna skett en snabb utveckling av nya finansiella instrument och de finansiella marknaderna för standardiserade instrument har fått en ökad betydelse i det finansiella systemet.

Värdepappersmarkanden utgör ett samlingsbegrepp för marknaderna för handel med räntebärande värdepapper och aktier. På denna marknad sker omfördelning av såväl sparande som risker. Som komplement till handeln på värdepappersmarknaden förekommer även handel med olika derivat.¹²

2.1.1 Aktier

Emission av aktier är ett effektivt sätt att erhålla kapital för en satsning. Genom att ägaren av en aktie inte ansvarar för mer än det kapital som satts in genom köpet av aktien, är risken beloppsmässigt begränsad. Det är dessutom relativt enkelt för aktieägaren att avhända sig sitt innehav till skillnad från handelsbolag eller enkla bolag. Genom den marknad som börsern utgör ges tillgången ett värde och ju större handel som förekommer desto större blir likviditeten på marknaden.

Marknadspriset styrs av de förväntningar marknaden har på bolagets utveckling i förhållande till den ränta som annars är alternativet vid lån eller insättning av medel på konto. Man kan antingen välja att satsa pengar i aktier för att ta del av den löpande avkastning som kommer i form av utdelning eller så kan incitamentet vara den avkastning som uppkommer när aktien säljs och marknadspriset förhoppningsvis har stigit. En innehavare med långsiktig strategi kan för att öka sin avkastning låna ut sina aktier åt någon som tror på ett kursfall som i sin tur säljer aktierna vidare i hopp om att kunna köpa tillbaka dem senare när kursen har fallit för att återbörda

¹¹ Kågerman, s. 243

¹² SOU 1998:160, s. 111

samma kvantitet aktier till den ursprunglige ägaren enligt det återköpsavtal¹³ parterna har upprättat.¹⁴

2.1.2 Optioner

Ett annat sätt att förränta pengar på kapitalmarknaden är med hjälp av optioner. Detta är en möjlighet att handla med rättigheter till underliggande instrument utan att man behöver tillgång till de faktiska instrumenten. Detta kan ge väldigt bra relativ avkastning dock är det ofta förknippat med en avsevärt högre risk. Marknadspriset på en option varierar under dess löptid¹⁵ och man kan köpa och sälja dem fram till dess att optionen går ut. När löptiden gått ut nettas man regelmässigt ut positionerna och de underliggande instrumenten byter aldrig ägare.

2.1.3 Obligationer

Obligationer är en möjlighet för stater eller stora företag att låna pengar till en relativt låg ersättning. Till skillnad från aktier ges ingen rätt att påverka några beslut i bolaget. Ofta är de utformade på så sätt att man mot en viss kostnad vid teckningstidpunkten garanteras att få en viss summa pengar vid en viss senare tidpunkt. Avkastningen uppnås antingen genom att teckningspriset är lägre än lösenpriset¹⁶, att man får regelbundna ränteutbetalningar eller en kombination av de båda.

2.2 Handelsplatser

För att möjliggöra en smidig omsättning i större skala av dessa rättigheter krävs marknader där parterna kan byta rättigheterna mot ersättning utan att exponera sig själva för allt för stora risker. Om riskerna förknippade med omsättningen blir för höga kommer transaktionskostnaderna verka hämmande på marknaden. För detta ändamål finns det börser och olika auktoriserade marknadsplatser. I Sverige finns Stockholmsbörsen AB,

¹³ Av engelskans *repurchase agreement*

¹⁴ Håkansson m.fl. 2, s. 74 f.

¹⁵ Ofta har optionerna en löptid på tre månader

¹⁶ Det belopp man får när obligationen går ut

Nordic Growth Market NGM AB och AktieTorget AB.¹⁷ Vid sidan av dessa handelsplatser har även ett antal inofficiella listor över aktier som handlas lokalt hos kommissionärer eller mindre marknadsplatser startats.¹⁸

2.3 Intermediärer

I det finansiella systemet förekommer olika typer av finansiella institutioner som har till uppgift att agera mellanhänder vid olika finansiella transaktioner. Att det kan vara effektivare att låta transaktionen gå via en finansiell institution beror på att en sådan kan erbjuda flera olika finansiella tjänster. Det finns två huvudtyper av finansiella institutioner, dels de som agerar på marknaden för standardiserade instrument, dels de som skapar egna instrument och marknader. De sistnämnda brukar kallas finansiella intermediärer.¹⁹ Exempel på olika finansiella tjänster som erbjuds är bland annat, rådgivningstjänster, mäklartjänster och förmögenhetsförvaltning.²⁰

2.4 Bakgrunden till den nya lagstiftningen

Historiskt sett har termerna värdepapper och värdehandlingar använts för att beteckna dokument (aktier och löpande skuldebrev) avsedda för omsättning och rättsligt behandlade som bärare av innehavarens samtliga ekonomiska rättigheter. Den framskjutna plats som de intagit som juridiskttekniska hjälpmedel har försvagats genom tillkomsten av dokumentlösa finansiella instrument.²¹

Den pappershantering som de tidigare pappersbaserade systemet medförde var kostsam och tidskrävande. Tidsförlusterna i hanteringen kunde medföra leveransförseningar. Tryckkostnaderna var betydande. Dessutom krävdes åtgärder mot risker för förlust av värdepapperen. Dessa krävde förvaring i kassaskåp, transport med speciella skyddsåtgärder och överhuvudtaget

¹⁷ Ds 2003:38, s. 96

¹⁸ SOU 2000:11, s. 106

¹⁹ SOU 1998:160, s. 111

²⁰ SOU 1998:160, s. 112 ff.

²¹ Walin, s. 15

handhavande med stor varsamhet i affärssystemet för att rättsförluster skulle undvikas.²²

I ett traditionellt system innebär överföringar av rättigheter att fysiska ägodelar måste byta innehavare. Varje transaktion med en aktie kräver i ett traditionellt system en individuell hantering. Detta innebär ett arbets-, tidskrävande och dyrt förfarande. Det är även riskabelt då dokument kan försvinna, slarvas bort, stjälas eller förfalskas. De kostnader som är förknippade med att skydda mot dessa risker och för att ombesörja transporter av värdepapperna långa sträckor gör systemet kostsamt. Därtill kan inte de finansiella instrumenten användas under den tid de är på väg till en ny köpare. Detta skapar en "pipeline liquidity risk".²³

Denna värdepappershantering ansågs allmänt utgöra ett hinder mot en ökande, effektiv och rationell handel. Den under 1980-talet kraftigt ökade omsättningen av aktier och andra finansiella instrument gjorde det ofrånkomligt med en övergång till ett smidigare system. Detta system baserades på kontonoteringar i stället för på innehav av värdepapper.²⁴

Utvecklingen skedde i två steg. Det första steget²⁵ innebar att man kunde föra samman en mängd värdepapper till ett globalt värdepapper som omfattade hela innehavet där det underliggande innehavet immobiliserades.

I Danmark infördes 1983 ett kontobaserat system för hantering av obligationer. Detta system utsträcktes under 1988 till att omfatta även aktier. Med de danska reglerna som förebild antogs år 1985 även i Norge ett kontobaserat system för hantering av aktier och obligationer.²⁶ Det danska systemet och dess spegling i den norska utvecklingen fungerade som en förebild för den svenska utvecklingen.²⁷

²² Petterson, s. 11 och SOU 1993:114 s. 62

²³ Bernasconi, s. 2

²⁴ Petterson, s. 12

²⁵ lag (1970:596) om förenklad aktiehantering

²⁶ Pettersson, s. 12, Kågerman, s. 246

²⁷ SOU 1993:114, s. 62

När den svenska omsättningen fortsatte att öka togs det viktiga steget mot en dematerialisering av värdepapper. Det tillsattes, i VPC:s regi, en utredning under hösten 1984 om möjligheterna att införa ett kontobaserat system för registrering av aktier och att ta det andra steget i utvecklingen. Utredningen lade i september 1987 fram ett författningsförslag till ett sådant system.²⁸

2.5 Den ökande handeln

Den genomsnittliga handeln på New York Stock Exchange var 1960 ungefär 3 miljoner aktier per dag, denna hade 1968 stigit till dryga 13 miljoner aktier per dag. Utvecklingen har sedan fortsatt i samma riktning och 1999 var den genomsnittliga handeln 809 miljoner aktier per dag.²⁹ Det sena sextiotalets ökning av handeln gav upphov till vad som kallats *the paperwork crisis*. De överväldigande mängder av papper som fysiskt skulle flyttas runt innebar ett stundande ogenomträngligt problem. Problemen krävde att man fann ett nytt system för att undvika de logistiska svårigheterna. Ett av målen var att immobilisera eller helt göra sig av med de fysiska värdepapperna.³⁰

Detta system kan liknas vid en pyramid. Överst i ordningen finner man nationella och internationella centrala kontoförande institut,³¹ hos dessa finns stora mängder finansiella instrument immobiliserade eller på annat sätt förvarade. På nästa nivå finns ett begränsat antal finansiella institutioner, mäklare och professionella investerare som har kontraktuella förbindelser med dessa centrala kontoförande institut.

Utställaren av ett finansiellt instrument har enbart kontakt med detta centrala kontoförande institut som i sin tur har kontakt med ett antal stora aktörer³², dessa i sin tur har kontakter med ett större antal mindre aktörer och så vidare

²⁸ SOU 1993:114, s. 63

²⁹ New York Stock Exchange hemsida, <http://nyse.com/pdfs/activity99.pdf>

³⁰ Bernasconi, s. 12 f.

³¹ Internationellt kallade *Central Securities Depository* eller *CSD*

³² VPC ägs av staten till 50 procent och fondkommissionärerna gemensamt med fondhandeln och emittenterna genom Sveriges Industri förbund och Stockholms Handelskammare som gemensamt äger den övriga delen. Prop. 1997/98:160, s. 81 f.

till dess att man når till de vanliga småspararna. I ett sådant system finns inte de slutliga investerarna i det register som den centrala värdepappersförvararen för utan detta register visar innehavet hos deras respektive deltagare vars register i sin tur visar innehavet hos deras kunder och så vidare.³³

De dematerialiserade finansiella instrumenten kan vara registrerade hos en eller till och med flera mellanhänder. Enligt 3 kap. 7 § lagen om kontoföring av finansiella instrument³⁴ får den centrala värdepappersförvararen medge att vissa angivna finansiella aktörer registreras som förvaltare av finansiella instrument i ägarens ställe. I dessa fall framgår det inte av avstämningsregistret vem som äger de finansiella instrumenten. Förvaltaren står inte registrerad som ägare.³⁵ Därmed uppstår en situation där inte någon finns antecknad som ägare. Om ägaren till de finansiella instrumenten exempelvis vill rösta på en bolagsstämma, måste han låta registrera sig. Förvaltaren för sitt eget register över vem som äger de finansiella instrumenten. Då de finansiella instrumenten är dematerialiserade och inte är fysiskt identifierbara, kan det diskuteras om det är "samma" finansiella instrument som finns på depån hos mellanhanden.³⁶

Effektiviteten i det dematerialiserade systemet ökas genom att de finansiella instrument som finns hos respektive värdepappersförvarare ligger i en fungibel massa. Genom ett sådant förfarande förlorar investeraren rätten till *ett specifikt* finansiellt instrument. Denne har enbart rätt till *ett* finansiellt instrument av en *viss typ* och en *viss kvantitet* motsvarande den *registrerade kontobehållningen*. Att de finansiella instrumenten är fungibla garanterar likviditeten i systemet och minskar de administrativa kostnaderna som är associerade med depåsystemet.³⁷ Tidigare var aktiebrevens individuella och varje innehavaren var knuten till ett eller flera specifikt bestämda aktiebrev.

³³ Bernasconi, s. 12 ff.

³⁴ Lag (1998:1479) om kontoföring av finansiella instrument

³⁵ I andra rättsordningar förekommer det att förvaltaren registreras som ägare till de finansiella instrumenten. Det förekommer i engelsk rätt en skillnad på beneficial owner och legal ownership.

³⁶ Ds 2003:38, s. 141 f.

³⁷ Bernasconi, s. 14

I och med kontoföringen rationaliserades behandlingen eftersom det inte längre krävdes att specifika värdepapper hanterades. Det är kontobehållningen och inte den underliggande aktien som är investerarens tillgång.³⁸

Numera är kontoföring den mest tillämpade metoden internationellt, då det erbjuder en möjlighet att reducera process- och avvecklingskostnaderna, minska riskerna för förluster, stöld och förfalskningar som är associerade med en metod baserad på ett direkt innehav. Att överföringar av innehaven enkelt sker genom anteckningar på konton gör systemet snabbt, effektivt och internationellt lämpligt då bland annat avvecklingstider har krympt markant. För att åstadkomma att systemet blir ytterligare effektivt har införts ett kvittningsförfarande. Detta innebär ett mycket effektivt sätt för aktörerna på marknaden att begränsa sin riskexponering. Innebörden av nettningen är att man genom ett kvittningsförfarande av inbördes positioner kan minska storleken på de transaktioner som genomförs. Fördelen med ett sådant förfarande är att man vid en deltagares betalningssvårigheter kan minska de övriga deltagarnas exponering. Man har dessutom utvecklat avvecklingssystem som fungerar enligt principen *delivery versus payment* vilket innebär att betalning och leverans sker simultant i det elektroniska systemet.³⁹ Detta kan liknas vid den traditionella köprättsliga principen om *zug am zug*.

I de fall bruttoavveckling tillämpas används med fördel *Real Time Gross Settlement*⁴⁰ för att minska parternas exponering.⁴¹

Om en avveckling skall göras mellan två kunder hos en och samma depåhållare räcker det med en kreditering och en debitering av motsvarade konton hos de inblandade parterna. Några fysiska instrument avlämnas aldrig och utgivaren av instrumenten blandas inte in i transaktionen.⁴² De kontoförande instituten högre upp i kedjan involveras inte heller i

³⁸ Bernasconi, s. 14

³⁹ Bernasconi, s. 17

⁴⁰ Avvecklingssystem för bruttoavveckling i realtid

⁴¹ SOU 2000:11, s. B:370

⁴² Det kan bli aktuellt att den nye innehavaren vill låta registrera sig i aktieboken.

transaktionen då de ej direkt berörs av affären eftersom några registreringar ej behöver göras i deras förteckning.⁴³

I de fall de inblandade parterna har olika depåhållare blir transaktionen något mer komplicerad. Skillnaden kommer vara att registreringen får ske hos en kontoförare högre upp i hierarkin eller hos den centrala värdepappersförvararen. Dock kommer utgivaren av instrumenten alltså inte att inblandas i transaktionen⁴⁴ och några fysiska instrument kommer fortfarande aldrig att växla händer.⁴⁵

Det råder knappast något tvivel om att övergången till centrala värdepappersförvarare och system för kontoföring av transaktioner av finansiella instrument har lett till stora effektivitetsvinster. Bland annat detta ligger bakom rekommendationen av Group of Thirty (G30) 1989 om ett införande av centrala förvaltare av värdepapper.⁴⁶

2.6 Det papperslösa systemets framväxt

Framväxten av det papperslösa systemet började med att man insåg att den dåvarande hanteringen av aktiepapper och utdelningskuponger var ohållbar.⁴⁷ Det första systemet gav en möjlighet att växla in sitt innehav av aktiebrev hos VPC, detta skapade ett system med förenklad aktiehantering. För de inväxlade aktiebrev fick innehavaren ett enda brev som representerade hela aktieinnehavet. Därigenom löstes i viss mån problemet, i alla fall till en början. De nackdelar som förknippas med det pappersbaserade systemet kvarstod dock i viss mån. Det sakrättsliga skyddet var alltså knutet till överföringen och innehavet av ett pappersdokument, även om hanteringen förenklats genom att man fört samman hela innehav till enstaka värdepapper. Risken för stöld, förfalskningar eller dubbelöverlåtelser kvarstod. Även de avsevärda tryckkostnader som följer

⁴³ Bernasconi, s. 17 f.

⁴⁴ Förutsatt att inte den nye innehavaren vill låta registrera sig i aktieboken.

⁴⁵ Bernasconi, s. 18

⁴⁶ Bernasconi, s. 18

⁴⁷ SOU 1968:59, s. 53, SOU 2001:1, s. 98 f.

av ett pappersbaserat värdepapperssystem kvarstod. Dessutom ökade omsättningen samtidigt med ägarspridningen.

Ur denna situation och detta behov växte två olika system fram. Det ena, immobilisering, höll i viss mån kvar vid idén om ett pappersbaserat system det andra, dematerialisering, skapade något helt nytt.

I ett system för hantering av finansiella instrument baserat på immobilisering existerar ett eller flera fysiska värdepapper. Dessa värdepapper är permanent förvarade hos ett centralt institut. Avsikten är att värdepapperna skall vara säkert förvarade och garanterat tagna ur omlopp. Det sakrättsliga skyddet är i ett immobiliserat system inte knutet till överföringen av dokumentet, dokumenten ligger kvar hos det centrala institutet, i stället görs en notering i det register det centrala institutet för beträffande innehav. Även inskränkningar i rätten till förfogande kan noteras i detta register och därigenom förenklas pantförskrivning och användande av värdepapper som säkerhet. Ett fungerande system för pantsättning och andra säkerhetstransaktioner gör att en tillgångs värde kan sägas öka eftersom dess effektivitet ökar.⁴⁸

Det system som bygger på dematerialisering går ytterligare ett steg. Istället för att ha ett underliggande pappersdokument som bärare av rättigheten skapas tillgången i det centrala institutets register. Det finns alltså inte längre något fysiskt objekt som är bärare av tillgången. Detta har dock i vissa fall skapat nya värden i gamla aktiebrev, nu som samlarobjekt för *scripofiler*.⁴⁹

2.7 Auktorisation som central värdepappersförvarare

I och med lagen om kontoföring av finansiella instrument slopades det tidigare monolet som VPC hade beträffande rätten att agera som central värdepappersförvarare. Det är nu fullt möjligt för dem som uppfyller

⁴⁸ Prop. 1997/98:160 s. 87

⁴⁹ Salomonsson, s. 2

Finansinspektionens krav att etablera sig som central värdepappersförvarare på den svenska marknaden.

Med den nya lagen var utgångspunkten fri konkurrens mellan centrala värdepappersförvarare. Samma bestämmelser som gäller i aktiekontolagen för VPC skall gälla för varje institut som vill bedriva en verksamhet som avser kontoföring av finansiella instrument. Finansinspektionen har som krav för den som söker tillstånd att sökanden bedriver sin verksamhet så att den tillgodoser högt ställda krav på säkerhet och effektivitet, samt att verksamheten även i övrigt bedrivs på ett sådant sätt att allmänhetens förtroende för kontoföring upprätthålls och att enskildas intressen inte äventyras.⁵⁰

Ett av de krav som ställs för auktorisation är att sökanden har ett bundet eget kapital som med hänsyn till verksamhetens art och omfattning är tillräckligt stort.⁵¹ Att säga exakt hur stort går inte utan bedömningen görs av Finansinspektionen från fall till fall.

Utöver de krav på de finansiella resurserna finns krav på tillräcklig teknisk och juridisk sakkunskap.⁵² Det krav som ställs gäller snabbhet, smidighet och effektivitet i systemen. Det gäller även säkerhet beträffande de juridiska funktionerna såväl som beträffande fysisk säkerhet i form av olika former av tillträdeskontroll. Det krävs vidare för dataskyddet att betryggande behörighetskontrollsystem utformas liksom höga krav på utrustning och kvalitetssäkerhet. VPC har vid uppläggning av avstämningsregister långtgående ansvar vid skador till följd av oriktiga eller missvisande uppgifter, dessa krav kommer även att ställas på konkurrenterna. Detta kräver möjlighet att kunna svara för skadestånd antingen genom egen finansiell styrka eller någon form av garanti- eller försäkringslösning.⁵³

⁵⁰ Lag om kontoföring av finansiella instrument (1998:1479), 2 kap. 1 §

⁵¹ Lag om kontoföring av finansiella instrument (1998:1479), 2 kap. 4 §

⁵² Prop. 1997/98:160, s. 98

⁵³ SOU 1993:114 s. 201 f.

2.8 Elektronisk orderdriven marknad

Med den teknologiska utvecklingen har det blivit möjligt att kommunicera utan fysisk närvaro. Detta har gjort att det under de senaste 10-15 åren har utvecklats ett antal elektroniska handelssystem.

En förutsättning för att en elektronisk orderdriven marknad skall fungera är att den har en hög genomlysning. Endast genom att sprida information om utestående order kan man locka till sig nya köpare för att skapa en likvid marknad. Villigheten att avge bindande order till marknaden minskar om man inte vet var andras order ligger. En hög genomlysning är därför inte bara ett resultat av ett orderdrivet handelssystem utan också en förutsättning.

Marknader som organiseras efter den elektroniska principen är ofta kombinerade med mer inofficiella arrangemang för stora handelsposter. Vid riktigt stora transaktioner är aktörerna oftast rädda för den kurspåverkan en stor limitorder⁵⁴ skulle få till följd. Samtidigt finns det på grund av trögheter sällan rillräckligt med andra utestående limitorder för att kunna svälja en riktigt stor marknadsorder. Större aktörer ogillar dessutom ofta den genomlysning som finns på de elektroniska marknaderna. Därför finns det ofta någon form av handel utanför den organiserade börsen, så kallad "off-exchange trading" eller "upstairs trading". Dessa transaktioner som inte utförs på börsgolvet är ofta starkt reglerade då de i viss mån anses oönskade eftersom de inte bidrar till att fastställa marknadspriset.

En viktig konsekvens av en övergång till elektronisk handel är, förutom ökad effektivitet, att anonymiteten på marknaden i viss mån ökar. I ett system med golvhandel kan varje mäklare se vilken annan mäklare de handlar med. Det medför en annan möjlighet att bedöma hur angelägen motparten är att handla. Många mäklare i ett sådana system anser att detta är mycket viktig information. I ett elektroniskt system försvinner denna

⁵⁴ En order att köpa eller sälja när tillgången når ett visst pris.

information helt eller delvis. I vissa elektroniska börssystem framgår motpartens identitet, men det vanliga är att det inte gör det.⁵⁵

Den ökade anonymiteten kan även innebära ett problem då det är lättare att dölja sin identitet i ett sådant system. På grund av dessa svårigheter krävs bland annat reglering för att möta kriminellt utnyttjande av marknaderna och inte minst de problem som rör penningtvätt och sedan den 11 september attentaten även finansiering av terroristverksamhet.

2.9 Transaktionskedjan – händelseförlopp och deltagare

2.9.1 Orderläggning

I de flesta orderbaserade system har endast medlemmarna på marknadsplatsen rätt att lägga in order och alla order måste gå genom en av dessa medlemmar.⁵⁶

2.9.2 Matchning

Systemet för matchning är specifikt för varje handelssystem. På elektroniska orderdrivna marknader är det en automatisk datoriserad rutin som hittar motparten, annars gäller det att fånga intresset hos en motpart, till exempel på handsgolvet eller per telefon.⁵⁷

2.9.3 Clearingmomentet och riskerna

Clearingen är kontrollmomentet i transaktionskedjan. Mäklarens back office⁵⁸ stämmer av bland annat:

- att det är rätt aktörer som har köpt, respektive sålt,
- att det är rätt instrument,

⁵⁵ SOU 2000:11, s. B:293 f.

⁵⁶ SOU 2000:11, s. B:281

⁵⁷ SOU 2000:11, s. B:282

⁵⁸ *Back office* är den avdelning, hos en mäklare eller bank, som sköter pappershantering och administration. Historiskt sett var denna del skild från *front office* som tog emot klienterna och fungerade som representationslokaler.

- att säljaren är ägare till instrumentet,
- att köparen har tillräckliga likvida tillgångar.

Det finns ett antal risker inblandade i clearingmomentet. Dessa är främst:

- Kreditrisk: Från det att en oåterkallelig leverans eller betalning sker till dess att betalning eller leverans kommer fram har aktörerna en kreditrisk mot varandra. Normalt måste köparen ange att han betalar innan han får slutlig bekräftelse på att värdepapperen har levererats. Under tiden finns det en risk att säljaren inte kan leverera och då går köparen i värsta fall miste om hela beloppet i transaktionen. På samma sätt måste säljaren lämna ifrån sig äganderätten innan betalningen slutligen har levererats.⁵⁹
- Ersättningskostnadsrisk: innebär att transaktionen måste ersättas med en ny till sämre pris med en tredje part om aktörerna inte kommer överens om detaljerna i transaktionen.⁶⁰
- Kapitalrisk: detta är resultatet av att betalning och leverans inte är synkroniserade med varandra vid avvecklingen. Kapitalrisken motsvaras av valuta risk (cross-currency settlement risk) vid valutahandel och när parterna befinner sig i olika tidzoner är denna risk mer känd under namnet *Herstatt risk*.⁶¹
- Likviditetsrisk: Om köparen inte kan betala måste säljaren sälja till någon annan. Eftersom det nu kan bli bråttom att sälja, för att hålla andra ingångna avtal, finns det en risk att försäljningspriset blir lägre. Ju mer likvid marknaden är desto mindre är detta problem. Med likvida marknader avses sådana marknader för finansiella instrument på vilka det går att köpa och sälja stora volymer utan att priset påverkas nämnvärt.⁶² Exempel på likvida marknader är börser.

⁵⁹ SOU 1993:114, s. 159

⁶⁰ SOU 1993:114, s. 159

⁶¹ SOU 1993:114, s. 159

⁶² SOU 1993:114, s. 160 och SOU 1998:160, s. 116

- Systemrisk: Ur samhällsekonomisk synvinkel är detta kanske den viktigaste risken. Den innebär att finansiella problem hos en aktör sprider sig till andra aktörer på ett sätt och i en omfattning att stabiliteten i hela systemet äventyras. Svårigheten i att hantera denna risk är att sannolikheten för att problemen ska uppstå är liten men konsekvenserna i de fall problemen skulle inträffa vore dramatiska.⁶³
- Operationella risker: risker för störningar i kritiska system för en fungerande clearing, till exempel data- eller kommunikationssystem, kan innebära stora problem med förseningar och likviditetsproblem som följd. Om instrumenten förekommer i fysisk form eller om de är dematerialiserade eller immobiliserade är ett förhållande som påverkar parternas riskbedömning.⁶⁴

2.9.4 Clearingorganisationen

På en organiserad marknad intar clearingorganisationen en position mellan två parter. Clearingorganisationen går in som avtalspart i förhållande till båda parter i ett kontrakt. Avsikten med denna typ av clearing är bland annat att skapa förutsättningar för en effektiv marknad. Fördelen blir att aktörerna på marknaden inte behöver göra kreditbedömningar av varandra utan kan nöja sig med att avgöra om clearingorganisationen är kreditvärdig, vilket i sin tur underlättas bland annat av övervakningsmyndighetens kontrollverksamhet. Clearingorganisationen å andra sidan kräver av aktörerna att de ställer säkerhet för de åtaganden de har på marknaden. Utan säkerhetskravet skulle clearingorganisationen riskera att hamna i situationer där riskneutraliteten är hotad, vilket i förlängningen skulle kunna riskera allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden. I lagen om börs- och clearingverksamhet⁶⁵ föreskrivs att clearingorganisationen skall tillse att det vid clearingens ställs betryggande säkerhet för gjorda åtaganden och att sådana säkerheter bibehålls så länge ett åtagande består.

⁶³ SOU 1993:114, s. 160 f.

⁶⁴ SOU 1993:114, s. 162

⁶⁵ Lagen om börs- och clearingverksamhet 9 kap. 2 § första stycket

I Sverige finns olika clearingorganisationer till exempel VPC, OM Stockholm och Bankgirocentralen. De olika organisationerna fyller olika uppgifter. VPC har hand om kontohållning, clearing och avveckling av finansiella instrument, i första hand aktier och obligationer registrerade i VPC:s kontosystem. OM agerar vid derivatmarknaden och clearar de derivatinstrument som handlas på OM:s börs men även en betydande del av de derivat som handlas direkt mellan parterna och deras ombud på penningmarknaden, främst ränteterminer. Bankgirocentralen är ett system för clearing av betalningsförpliktelser mellan bland annat banker, myndigheter, företag och privatpersoner. Främst gäller det clearing av massbetalningar.⁶⁶

Utvecklingen i Europa går mot clearinghus som även går in mellan parterna och tar på sig motpartsrisken, så kallade centrala motparter. Motpartsrisken koncentreras till den centrala motparten och detta ökar kraven på att parterna ställer säkerheter hos den centrala motparten. Det kan även vara så att det svenska clearinginstitutet måste ställa säkerhet hos sina utländska motsvarigheter. Det uppkommer därför ett behov för de inblandade parterna att ställa säkerhet och att säkerheten kan användas i flera led till exempel genom återpantsättning eller annan förfoganderätt.⁶⁷

2.9.5 Avveckling (Settlement)

Avveckling är ett slutgiltigt fullgörande av en affär där överföringen av äganderätten till tillgången går från säljaren till köparen, samt att överföringen av betalningen från köparen till säljaren äger rum.⁶⁸

Bruttoavveckling: innebär att varje transaktion avvecklas för sig. Detta minskar avvecklingsriskerna men då antalet transaktioner är väldigt stort blir det väldigt kostsamt.

Nettoavveckling: innebär att en aktörs samlade transaktioner buntas ihop och endast nettot passerar genom avvecklingsfasen. Kan ske antingen

⁶⁶ SOU 1998:160, s. 124

⁶⁷ Ds 2003:38, s. 57

⁶⁸ SOU 2000:11, s. B:284 f.

bilateralt eller multilateralt, antingen mellan två enskilda aktörer i taget eller mot alla i systemet ingående aktörer. Volymerna som avvecklas minskar och säkerheterna som ställs kan därmed vara lägre. Detta resulterar i lägre kostnader. Affärernas avveckling blir dock mer beroende av varandra än i ett bruttosystem.

I Sverige är clearing och avvecklingen av både aktier och räntebärande värdepapper organiserad av VPC. Det innebär att VPC kontrollerar att säljaren har tillgång till värdepapperet (via mäklarens depå eller VP-konto) och att köparen har tillgång till pengarna.⁶⁹

2.9.6 Registerföring

Efter avvecklingsfasen flyttar VPC över värdepapperet från säljarens konto till köparens samtidigt som man ser till att pengarna byter ägare.⁷⁰

I Sverige är clearing och avvecklingsorganisationen även registerförare men det är inte av nödvändighet och andra system har organiserat sina lösningar annorlunda.⁷¹

⁶⁹ SOU 2000:11, s. B:286

⁷⁰ SOU 2000:11, s. B:286

⁷¹ SOU 2000:11, s. B:288

3 Finansiella instrument

Ett finansiellt instrument är ett fondpapper eller annan rättighet som är avsett för handel på värdepappersmarknaden. Fondpapper i sin tur avser aktier och obligationer samt sådana andra delägarrätter eller fordringsrätter som är utgivna för allmän omsättning, andel i värdepappersfond och aktieägares rätt gentemot den som för hans räkning förvarar aktiebrev i ett utländskt bolag (depåbevis). Omsättningskravet innebär att det finns en avsikt att rättigheten skall omsättas på en marknad. Vilket är avgörande för att rättigheten skall falla under begreppet finansiellt instrument.⁷²

Definitionen av finansiella instrument enligt direktivet om ställande av finansiella säkerheter är aktier i företag och likvärdiga värdepapper, obligationer och andra skuldförbindelser som kan omsättas på kapitalmarknaden. Det är även andra värdepapper som normalt omsätts och ger rätt att förvärva varje sådan typ av aktier, obligationer eller andra värdepapper genom teckning, köp eller byte eller som föranleder kontantavveckling, inklusive andelar i fondföretag, penningmarknadsinstrument samt fordringar på och rättigheter till ett sådant instrument.⁷³

3.1 Registreringskravet

Lagstiftningen om finansiella instrument är inte tillämplig på alla värdepapper. Det förutsätts att det har upprättats avstämningsregister, i vilka de dokumentlösa finansiella instrumenten kan och skall registreras. Det är utfärdaren av aktier enligt aktiebolagslagen eller av skuldförbindelser för den allmänna omsättningen – emittenten – som bestämmer huruvida avstämningsregister skall upprättas och rättigheterna därmed blir dokumentlösa. För avstämningsbolag är det obligatoriskt att upprätta avstämningsregister. För dessa bolag får varken aktiebrev, emissionsbevis

⁷² Kågerman, s. 246 f.

⁷³ 2002/47/EG, Artikel 2, 1e

eller interimisbevis utfärdas.⁷⁴ Aktier i svenska bolag som inte är avstämningsbolag får inte registreras i avstämningsregister.⁷⁵

3.2 Värdepappers egendomslag

Ur ett rättsligt perspektiv är värdepapper i viktiga avseenden jämställda med lösöre. Beträffande godtrosförvärv finns särskilda bestämmelser till exempel i 3 kap. 6 § aktiebolagslagen och de bestämmelserna om löpande skuldebrev som finns i skuldebrevslagen.⁷⁶

Tradition av dokumentet och denuntiation var tidigare liksom beträffande lösöre en avgörande förutsättning för sakrättsligt skydd. När aktiekontolagen 1989 introducerade dokumentlösa finansiella instrument infördes i lagen bestämmelser som avsåg att väsentligen motsvara vad som gällde och alltjämt gäller i fråga om värdepapper. Regleringen har sedermera överförs till 1998 års lag om kontoföring av finansiella instrument. Den rådande huvudregeln är denuntiation genom anteckning i register hos kontoföraren.

3.3 Traditionella finansiella instrument

Förr var värdepapper alltid fysiska objekt. Det innebar att den som kunde visa upp det fysiska papperet också var ägare till detta, på samma sätt som en sedel. Detta innebar att ingen registrering var nödvändig. Det har visat sig vara besvärligt och förenat med faror att hantera värdepapper på detta sätt. Istället används ofta immobiliserade värdepapper, det vill säga tillgångarna läggs i ett bankvalv och en bank eller dylikt upprättar ett konto där innehavet registreras. Vid handel överförs sedan endast äganderätten via dessa konton. I Sverige har vi sedan ett antal år helt gått ifrån de fysiska värdepapperen och handlar endast i kontoform. Det finns inga underliggande fysiska värdepapper utan all överlåtelse sker via förändringar hos registerföraren, vilken i Sverige är VPC. På detta sätt har värdepapperen

⁷⁴ Aktiebolagslagen 3 kap. 8 § 2 st. och lag om kontoföring av finansiella instrument 4 kap. 5 §

⁷⁵ Lag om kontoföring av finansiella instrument 4 kap. 2 §

⁷⁶ Walin, s. 15 och Millqvist, s. 118 f.

blivit immaterialiserade.⁷⁷ För aktier i privata aktiebolag finns alltså möjligheten att ha aktier i fysisk form. Detta system tillämpas på de allra flesta aktiebolag.⁷⁸ Det skulle dock inte vara hållbart för de publika aktiebolagen som omsätts i en allt för hög grad att ha fysiska aktiebrev. För att möjliggöra en reell handel med rättigheter på en internationell marknad fordras kontoföring och dematerialisering.

3.4 Kontoförda finansiella instrument

Det pappersbaserade aktiesystemet fungerar väl för privata bolag, men för publika bolag, vars aktier skall omsättas på marknaden, är det mindre lämpligt. Anledningarna till att aktier och andra finansiella instrument kontoförs är flera. Systemet löser många av de problem som förknippas med den ökade handeln med de finansiella instrumenten.

3.4.1 Immobiliserade kontoförda finansiella instrument

Immobilisering innebär ett användande av finansiella instrument i pappersform⁷⁹ och värdepappersförvarare. De finansiella instrumenten skall vara immobiliserade i den meningen att de skall förvaras permanent hos depåhållaren.⁸⁰ Två internationella immobiliseringssystem är Euroclear och Clearstream Banking, Luxemburg.

Finansiella instrument som är immobiliserade är vanligtvis förvarade i ett centralt valv och registrerade i en förteckning där ägare och eventuella inskränkningar i förfogandet finns angivet.

Det finns, i Europa, två stora system för immobilisering av finansiella instrument. De är Euroclear som grundades i Bryssel 1968 och Clearstream (tidigare Cedel) som etablerades 1971. Dessa båda aktörer växte fram på grund av behovet vid framväxten av den internationella obligationshandeln. Det tidigare systemet kunde inte hantera det ökade antalet transaktioner. En

⁷⁷ SOU 2000:11, s. B:287 f.

⁷⁸ Kågerman, s. 245 och SOU 2001:1, s. 93

⁷⁹ Globalpaper eller Global certificate

⁸⁰ Benjamin 1, s. 23

fysisk överlämning, initial utgivning eller efterföljande överlämning är tidsödande, dyra och riskabla transaktioner. Det är fördelaktigt att som alternativ ständigt förvara de finansiella instrumenten på en och samma plats och i stället sköta överföringarna genom noteringar i systemens register.⁸¹

Det finns givetvis fortfarande risker involverade men de tycks vara mindre och lättare att hantera.

3.4.2 Dematerialiserade kontoförda finansiella instrument

Medan immobilisering av finansiella instrument innebär att instrumenten permanent förvaras i en depå innebär dematerialisering att instrumenten upphör att existera i fysisk form helt och hållet. Dematerialiserade finansiella instrument uppkommer och existerar enbart i de elektroniska konton som förs av en kontoförare.⁸²

3.4.3 Nackdelar med kontoföring och dematerialisering

Även om systemet med kontoföring av finansiella instrument innebar att man kunde minska en del tidigare problem så innebar inte detta att systemet var helt fritt från risker. De risker som tidigare varit ett problem kom snarare att ersättas av nya risker.

Som tidigare nämnts utgör den ökade anonymiteten ett problem som lagstiftaren måste ta hänsyn till. Dessutom utgör de avancerade datasystem som används ett sårbarhet för det fall att det skulle utsättas för attacker eller intrång.

⁸¹ Benjamin 2, s. 13 ff.

⁸² Benjamin 1, s. 25

4 Pantsättning och sakrättsliga aspekter på systemet med kontoföring

4.1 Godtrosförvärv av aktier

Genom att registrera ett förvärv av aktier ges ett skydd mot överlåtarens borgenärer. Detta skydd gäller dock enbart om förvärvet skett genom överlåtelse, det vill säga köp, byte eller gåva, däremot inte om förvärvet ägt rum genom bodelning, arv, testamente eller bolagsskifte. I dessa fall bestäms skyddet mot den tidigare innehavarens borgenärer i stället av familjerättsliga eller bolagsrättsliga regler som gäller för den ifrågavarande förvärvstypen.⁸³

Liknande bestämmelser för reglering av godtrosförvärv finns i 20 § sjölagen, 18 kap. 1 § jordabalken, 14 § skuldebrevslagen och 3 kap. 6 § aktiebolagslagen.⁸⁴

4.2 Belåning av en aktiedepå och individualisering av innehållet på aktiekontot

Enligt 2 kap. 5 § aktiekontolagen skall aktierna på ett aktiekonto individualiseras i förhållande till andra aktier på samma konto, om det finns behov av det. Ett sådant behov kan föreligga om till exempel om en pantsättning eller annan rådighetsinskränkning som hänför sig till ett visst aktiekonto inte belastar alla aktierna på kontot likformigt.⁸⁵

Det allmänna tillvägagångssättet vid belåning av aktier är att aktierna läggs i en depå varefter depån belånas. Denna depå utgör i sin tur säkerhetsobjektet och inte de där i placerade tillgångarna. I samma depå kan man även placera

⁸³ Pettersson, s. 41

⁸⁴ Pettersson, s. 43

⁸⁵ Pettersson, s. 26

fysiska aktiebrev och vanliga skuldebrev. Kravet på depå innebär att värdepappersinstitutet bevakar att säkerhetsbristen inte uppkommer i den pantsatta depån. Bevakningen kan göras antingen mot ett visst angivet minimibelopp eller mot den aktuella kapitalskulden.⁸⁶

Utdelningar, räntor och emissionsrätter utfaller automatiskt till det kontoförande institutet från VPC när värdepappersinnehavet är registrerat i en depå. Det är dock inte ovanligt att man avtalar om att utdelningarna disponeras av pantsättaren. I de fall fysiska aktiebrev förekommer krävs det att dessa traderas till kreditgivaren.⁸⁷

Marknadsvärdet på säkerheten hos kreditgivaren kan variera från dag till dag. Aktiekurserna utgör underlaget för värdebedömningen. Kreditinstitutet tillämpar särskilda belåningsregler för att säkerheten skall vara betryggande. Vid belåning av aktier tillåts enbart att de belånas till en viss del, uttryckt i procent. Enligt Bankföreningens rekommendationer är det inte tillåtet att belåna aktier noterade på A-listan till mer än 70 procent. Denna reglering innebär att säkerhet i aktier oftast ger en god säkerhetsmarginal. Det är dock förenat med stor svårighet när det gäller onoterade värdepapper och därför undviks de som regel vid belåning.⁸⁸

Det finns vissa lagreglerade bestämmelser som begränsar användandet av aktier som säkerhet. Det kanske viktigaste är förbudet mot kreditgivning mot säkerhet i aktier i den långivande banken.⁸⁹

I de fall man använder sig av obligationer som säkerhet blir det utöver emittentens återbetalningsförmåga även intressant att bedöma den allmänna ränteutvecklingen, vilket kan innebära att dessa är mindre lämpliga som säkerhet vid kreditgivning.

⁸⁶ Håkansson m.fl. 1, s. 32

⁸⁷ Håkansson m.fl. 1, s. 32

⁸⁸ Håkansson m.fl. 1, s. 33

⁸⁹ Aktiebolagslagens låneförbud 12 kap. 7 § och Håkansson m.fl. 1, s. 33

4.3 Pantsättning

4.3.1 Allmänt

Det är ganska vanligt förekommande att investerare gör värdepappersaffärer med hjälp av lånat kapital och även belånar värdepapper. Vissa typer av värdepappershandel kan kräva att kunden ställer säkerhet, till exempel derivataffärer där kunden utfärdar optioner.⁹⁰ En av de vanligast förekommande egenskapskategorierna för pantsättning är olika slags löpande värdepapper och kontobaserade finansiella instrument. Att det blivit så kan bero på dels att det är inom bank- och finanssektorn behovet och vanan finns att begära och ställa säkerhet dels att det ofta är inom dessa sektorer dessa tillgångar finns men även eftersom dessa tillgångar rent fysiskt är relativt lätthanterliga, till skillnad från mer påtagligt fysiska objekt.⁹¹

Kreditgivning i Sverige är särskilt lagreglerat och endast banker får syssla med allmän kreditgivning. Värdepappersbolag har endast rätt att lämna kredit i samband med utförande av värdepappersaffärer. Skälet till detta är att spararnas insättningar av pengar ska skyddas. Dessa får inte äventyras genom alltför generös kreditgivning. Viktiga lagar på området är bankrörelselagen,⁹² lag om kapitaltäckning och stora exponeringar för kreditinstitut och värdepappersbolag⁹³ samt konsumentkreditlagen⁹⁴. Utöver detta kan nämnas föreskrifter och allmänna råd samt bankers och andra kreditgivares interna regelverk.⁹⁵

I bankrörelselagen stadgas att kredit endast får beviljas om låntagaren på goda grunder kan förväntas fullgöra låneförbindelsen.⁹⁶ Dessutom krävs betryggande säkerhet i fast eller lös egendom eller i form av borgen. Banken

⁹⁰ Håkansson m.fl. 1, s. 29

⁹¹ Millqvist, s. 142

⁹² Bankrörelselagen (1987:617)

⁹³ Lag (1994:2004) om kapitaltäckning och stora exponeringar för kreditinstitut och värdepappersbolag

⁹⁴ Konsumentkreditlagen (1992:830)

⁹⁵ Håkansson m.fl. 1, s. 29

⁹⁶ Bankrörelselagen 2 kap. 13 §

får dock avstå från sådan säkerhet om den kan anses obehövlig eller om det av någon annan anledning föreligger särskilda skäl att avstå från säkerhet.

Detta innebär att det vid kreditgivning i första hand är kredittagarens förmåga att återbetala lånat belopp med ränta som måste bedömas. Först när en bedömning finns utvisande att låntagaren kan förväntas fullgöra sina åtaganden ska säkerhetens värde bedömas. Då det gäller krediter till fysiska personer på mindre belopp får dock så kallade blancokrediter, det vill säga krediter utan säkerhet beviljas. Även blancokrediter för värdepappershandel kan därför lämnas, om banken bedömer att kredittagaren är kreditvärdig. Detta tillämpas, trots att det anses vara ett mindre lämpligt förfarande.⁹⁷

4.3.2 Realisationsbefogenheten

Realisationsbefogenheten är utmärkande för panträtten. Detta innebär att panthavaren har rätten att realisera panten och tillgodogöra sig värde ur den, för det fall den prestation som panten är säkerhet för inte behöri gen uppfylls.⁹⁸ Detta är en av de mest pålitliga säkerhetsrätterna.

Retentionsrätten till exempel ger enbart innehavaren rätten att kvarhålla en viss egendom utan rätt att realisera den.⁹⁹

4.3.3 Fyra krav för giltig panträtt

Det finns fyra grundläggande krav för att en giltig panträtt skall uppstå. För det första skall en upplåtelse av panträtt i den aktuella egendomen ha skett. För det andra skall en identifierbar fordran föreligga för vilken panten utgör säkerhet. För det tredje skall panten vara individualiserad på ett sådant sätt att den kan identifieras som den pant som pantförskrivningen åsyftar. Slutligen skall pantförskrivningen ha fullbordats genom ett relevant sakrättsligt giltigt förfarande. Förfarandet är beroende av vilket typ av egendom som aktuell.¹⁰⁰

⁹⁷ Håkansson m.fl. 1, s. 29 f.

⁹⁸ Handelsbalken 10 kap. 2 §

⁹⁹ Håkansson m.fl. 1, s. 31

¹⁰⁰ Millqvist, s. 143

De bestämmelser som gäller det sakrättsliga momentet vid pantsättning gäller i huvudsak även vid överlåtelser. Att detta är fallet kan nog tänkas bero på att man inte vill att strängare pantsättningsregler skall kunna kringgå genom att parterna väljer att göra transaktionen i form av en överlåtelse eller genom att kalla den för en överlåtelse.

4.3.4 Specialitetsprincipen

Enligt specialitetsprincipen¹⁰¹ måste en giltig panträtt avse individuellt bestämda föremål. En person kan inte pantsätta all sin egendom utan att närmare precisera den. Pantobjektet måste vara preciserat såväl i förhållande till pantsättarens som till panthavarens förmögenhet. Om pantobjektet ej är identifierbart i förhållande till panthavarens förmögenhet föreligger ingen sakrättsligt skyddad panträtt, så kallad *pignus irregulare*.¹⁰² Det kan vara svårt att behålla identiteten i fungibel egendom och det kan, trots tradition eller denuntiation, vara oklart vilka konkreta föremål som omfattas av en giltigt sakrättsligt skyddad panträtt.

4.3.5 Traditionsprincipen

För uppkomst av sakrättsligt skyddad panträtt i aktiebrev, emissionsbevis eller annat löpande fysiskt värdepapper är traditionsprincipen en huvudregel.¹⁰³ Handpant, vilket innebär besittning av egendomen, ger särskild förmånsrätt vid insolvensförfarandet.¹⁰⁴ Ett av syftena bakom traditionskravet är bland annat att skentransaktioner och svikliga påståenden motverkas. Kravet på tradition gör det svårare att i efterhand påstå att panträtt gäller och därmed missgynna övriga borgenärer. Traditionskravet ger också en kontrollmöjlighet av den påstådda pantförskrivningen. Ytterligare innebär traditionskravet en uppoffring för den gäldenär som söker kredit. Slutligen innebär traditionskravet att en realisation av det

¹⁰¹ Håstad 1, s. 152 ff. och Håstad 2, s. 315

¹⁰² Håstad 1, s. 333 f. och 347 f.

¹⁰³ Millqvist, s. 139

¹⁰⁴ Förmånsrättslagen 4 § andra punkten

pantsatta objektet underlättas då panthavaren har pantobjektet inom sin rådighetssfär.¹⁰⁵

Överlåtelse av löpande skuldebrev gäller inte mot överlåtarens borgenärer om inte den till vilken överlåtelsen skett fått handlingarna i sin besittning och det samma gäller vid pantsättning.¹⁰⁶ Av detta följer, att för sedvanliga dokumentbaserade finansiella instrument, tradition är det huvudsakliga kravet för uppnående av sakrättsligt skyddad panträtt.¹⁰⁷ Pantsättaren skall ha avhänt besittningen över egendomen så att han inte längre kan förfoga över pantobjektet. Detta innebär att egendomen skall ha förts ur dennes rådighetssfär.

4.3.6 Aktiebrev och löpande skuldebrev

Skuldebrev som är ställda till innehavaren eller till viss man eller order skall anses som löpande skuldebrev. Aktiebrev är ställda till viss man och behandlas i många hänseenden som löpande skuldebrev.¹⁰⁸ Många andra finansiella instrument är i likhet med aktier att likställa med löpande skuldebrev.

4.3.7 Denuntiation

Tradition av pantobjektet kan ersättas av denuntiation i de fall då egendomen befinner sig i tredje mans besittning och skall kvarstanna hos denne även efter pantsättningen. Panthavaren har samma sakrättsliga skydd till egendom som innehas av tredje man som egendom han har i sin besittning förutsatt att tredje man har underrättats om pantsättningen. Denna denuntiation till tredje man kan antingen vara en underrättelse av pantsättaren eller av panthavaren förutsatt att han företer en skriftlig handling som visar att egendomen omfattas av panträtt.

¹⁰⁵ Håstad 1, s. 286

¹⁰⁶ Skuldebrevslagen 22 § och 11 §

¹⁰⁷ ABL 3 kap. 6 § med hänvisning till skuldebrevslagen 13, 14 och 22 §§ och även handelsbalken 10 kap. 1 §

¹⁰⁸ Kågerman, s. 244

4.3.8 Registrering

I och med införandet av ett dematerialiserat system för hanteringen av de finansiella instrumenten är den mest grundläggande förändringen att sakrättsliga rättsverkningar knyts till registreringen och att ett avsteg från det traditionella tillvägagångssättet görs. Vissa likheter finns, även om de avser mycket speciella fall, med det sakrättsliga skydd som uppnås genom registreringar beträffande fartyg, skeppsbyggen¹⁰⁹ och luftfartyg¹¹⁰. I båda dessa fall handlar det om fysiska objekt som inte låter sig traderas. Likheten till registreringsmöjligheten för finansiella instrument är att man inte med lätthet kan synliggöra en rådighetsinskränkning.

Genom lagändringar¹¹¹ infördes i förmånsrättslagen 4 § 2 p möjligheten till förmånsrätt även genom registrering och underrättelse enligt aktiekontolagen jämsides med det tidigare kravet på handpant. Att aktiekontolagen senare ersattes med lagen om kontoföring av finansiella instrument innebar ingen skillnad i förfarandet.

De bestämmelser i lagen om kontoföring av finansiella instrument som aktualiseras vid pantsättning är de första fem paragraferna i det sjätte kapitlet. Av den första paragrafen framgår att den som är registrerad som ägare på ett avstämningskonto skall, med de begränsningar som framgår av kontot, anses ha rätt att förfoga över det finansiella instrumentet. Detta är en central bestämmelse för det dematerialiserade systemet, då bestämmelsen i viss mån svarar mot den så kallade legitimationsprincipen.¹¹² Detta innebär att den som innehar ett aktiebrev eller är registrerad som ägare skall presumeras vara formellt legitimerad att göra de ekonomiska rättigheter som följer av dokumentet gällande och även förfoga över det i förhållande till annan än avstämningsbolaget.

¹⁰⁹ 3 kap. 1 och 2 §§ sjölagen (1994:1009)

¹¹⁰ lagen (1955:227) om inskrivning av rätt till luftfartyg

¹¹¹ Lagändringen gjordes genom SFS (1989:840)

¹¹² Skuldebrevslagen 13 § och aktiebolagslagen 3 kap. 6 §

4.4 Säkerhetsöverlåtelser

Säkerhetsöverlåtelser skiljer sig från pantsättning i det att äganderätten till säkerhetsobjektet övergår till säkerhetstagaren. Ofta är säkerhetsöverlåtelserna utformade som ett återköpsavtal där man i köpeavtalet har åtagit sig att sälja tillbaka säkerhetsobjektet vid en senare tid, då förhållandet för vilket objektet är säkerhet upphör, till ett förutbestämt pris. Likheter med tillvägagångssättet och vanlig pantsättning är många och reglerna i säkerhetsdirektivet är utformade för att gälla båda former av säkerhetsarrangemang.

Det finns två anledningar till att parterna använder sig av säkerhetsöverlåtelser i stället för pant. Den första är att det sakrättsliga momentet kan vara svårt att uppfylla. Den andra är att säkerhetstagaren vill förfoga över egendomen som ägare. En pantavare anses som huvudregel inte ha rätt att till exempel sälja den pantsatta egendomen. Om parterna ingår ett avtal om säkerhetsöverlåtelser kan de på ett lättare sätt i avtalet reglera förvärvarens rätt att förfoga fritt över egendomen. Denna typ av förfoganden får särskild betydelse när egendomen är fungibel. Om säkerhetsställaren lämnar sina Telia B-aktier som säkerhet behöver han inte få tillbaka exakt samma Telia B-aktier, utan kan nöja sig med vilka Telia B-aktier som helst. Därmed har möjligheten till säkerhetsöverlåtelser en särskild betydelse på finansmarknaden. Dessutom kommer det faktum att parterna på finansmarknaden vanligtvis använder sig av standardiserade utländska ramavtal i vilka finns bestämmelser för säkerhetsställande i form av äganderättsövergång.¹¹³

I svensk lag saknas särskilda bestämmelser avseende avtal om säkerhetsöverlåtelser. Traditionellt har sådana avtal uppfattats som en särskild avtalstyp någonstans mellan omsättningsöverlåtelserna och pantsättningen då den utåt framträder i formen av en överlåtelser, men funktionellt innebär en säkerhetsrätt. En annan uppfattning som ibland framförs är dock att säkerhetsöverlåtelserna inte skiljer sig från pantsättningen

¹¹³ Ds 2003:38, s. 40 f.

och att det inte finns anledning att särskilja dessa avtalstyper från varandra.¹¹⁴

Utgångspunkten är att parterna fritt får avtala om säkerhetsöverlåtelse och att avtalets innehåll äger giltighet mellan parterna. Givetvis kan detta avtal bli föremål för tolkning, om parterna är oense, och kan också förklaras ogiltigt eller jämkas enligt de allmänna avtalsrättsliga regler som finns i avtalslagen, till exempel förbudet mot så kallad förfallspant,¹¹⁵ som även omfattar “annan säkerhet” och sålunda träffar avtal om säkerhetsöverlåtelse.

Frågan är då vad som gäller om avtalet mellan parterna är ofullständigt och vilka rättsregler som skall tillämpas. En uppfattning är att panträttsliga utfyllnadsnormer i allt väsentligt får anses vara tillämpliga på förhållandet mellan säkerhetsöverlåtelsens parter.¹¹⁶ Samtidigt bör gälla att avtalet skall tolkas efter sitt innehåll och inte efter vad det kallas. Benämns avtalet som en säkerhetsöverlåtelse ger dock detta en indikation på vad som avses. Det kan också finnas argument för att vissa rättigheter, till exempel förvärvarens fria förfoganderätt, anses följa av branschpraxis på finansmarknaden även om frågan inte reglerats i avtalet om säkerhetsöverlåtelse. En sådan praxis begränsas dock av bestämmelser i lagen om handel med finansiella instrument.¹¹⁷ Vill ett företag som står under tillsyn av Finansinspektionen ingå avtal om förfoganderätt över finansiella instrument, skall avtalet slutas skriftligen i en särskild handling. I avtalet skall dessutom noga anges det förfogande som avses.

Således torde säkerhetsdirektivet och svensk rätt stämma väl överens därigenom att parternas avtal styr parternas mellanhavanden. Även tredje man får som huvudregel rätta sig efter avtalet – det är ju formellt sett fråga om en överlåtelse och den skyddas mot överlåtarens borgenärer enligt de regler som gäller för omsättningsöverlåtelser.

¹¹⁴ Helander, s. 578 f.

¹¹⁵ 3 kap. 37 § Lag (1915:218) om avtal och andra rättshandlingar på förmögenhetsrättens område

¹¹⁶ Helander, s. 580

¹¹⁷ 3 kap. 1 § lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument

4.5 EG direktiv

4.5.1 Finalitydirektivet¹¹⁸

Europaparlamentets och rådets direktiv om slutgiltig avveckling i system för överföring av betalningar och värdepapper som antogs under 1998 har som syfte att stärka stabiliteten i det finansiella systemet genom att reducera de rättsliga riskerna vid avvecklingen i system för överföringar av betalningar och värdepapper.¹¹⁹

4.5.2 Säkerhetsdirektivet¹²⁰

Med säkerhetsdirektivet har syftet varit att skapa ett regelverk som ökar säkerheten och förutsebarheten vid hantering av säkerheter, i form av panträtt och säkerhetsöverlåtelser, inklusive så kallade repor, av betalningsmedel och finansiella instrument, inom EU. Man vill med dessa regler underlätta säkerhetsställande och därigenom skapa ökade förutsättningar för integration och kostnadseffektivitet på finansmarknaderna inom EU.¹²¹ Avsikten är även att regelverket skall vara flexibelt på sådant sätt att det godtar säkerhetsställande både i form av panträtt och i form av äganderättsöverföring (säkerhetsöverlåtelser inklusive repor). I anslutning till detta har man vidare velat förenkla förfarandena rörande säkerheter genom att begränsa de formella krav som ställs.¹²²

Direktivet innehåller vissa minimiregler för säkerhetsöverlåtelse och pantsättning av finansiella instrument samt några insolvensrättsliga regler. Ds 2003:38 är den översyn som gjordes inför implementeringen av direktivet. Genomgången innebar endast några mindre justeringar i 5 kap. 15 och 16 §§ och 8 kap. 10 § konkurslagen samt 3 kap. 1 och 3 §§ lagen om handel med finansiella instrument.

¹¹⁸ Europaparlamentets och rådets direktiv 1998/26/EG av den 19 maj 1998 om slutgiltig avveckling i system för överföring av betalningar och värdepapper

¹¹⁹ Ds 2003:38, s. 26

¹²⁰ Europaparlamentets och rådets direktiv 2002/47/EG av den 6 juni 2002 om ställande av finansiell säkerhet

¹²¹ Ds 2003:38, s. 25

¹²² Ds 2003:38, s. 26 f.

Om den nationella rättsordningen ser igenom säkerhetsöverlåtelsen och i stället bedömer den som till exempel ett pantavtal uppkommer ett särskilt problem. Effekten kan bli att säkerhetsöverlåtelsen blir ogiltig om parterna inte har uppfyllt panträttens regler. Därför förbjuder artikel 6 sådan så kallad *recharacterization*. Enligt den artikeln skall medlemsstaterna se till att ett säkerhetsavtal där äganderätten övergår skall få verkan i enligt med villkoren i avtalet. Samtidig förbjuds uttryckligen i artikel 3 i direktivet att medlemsstaterna ställer upp särskilda formkrav som måste uppfyllas för att ett säkerhetsavtal skall anses vara giltigt.

I svensk rätt uppställs inte några särskilda formkrav, vare sig det är ett pantavtal eller en säkerhetsöverlåtelse, åtminstone vad avser den typ av egendom som säkerhetsdirektivet omfattar; således överensstämmer svensk rätt med artikel 3 i direktivet.

För att svensk rätt inte skall bedömas stå i strid med förbudet mot *recharacterization* i säkerhetsdirektivet får det inte anses att pantreglernas utfyllnadsfunktion bedöms som otillåtet.

Det förhållandet att pantreglerna kan få betydelse som utfyllnadsregler, för det fall avtalet inte reglerar ett visst förfarande, kan således inte anses stå i strid med förbudet mot *recharacterization* i säkerhetsdirektivet.

5 Internationell privat-rättsliga aspekter

5.1 Internationella förhållanden

De ekonomiska framstegen på 1960 och -70 talet ledde till ett antal snabbt växande företag med verksamhet över stora delar av världen. I samband med att företagen växte och etablerade sig med filialer och dotterbolag runt om i världen följde bankerna efter. Med tiden har marknader blivit tätare sammanvävda och är nu mer eller mindre internationella. Med bankernas utveckling följer regleringen av bankernas verksamhet. Sedan länge har man överlämnat åt bankerna och konkurrensen att vara till viss del självreglerande. Numera när marknader är integrerade och det finns en mer eller mindre global marknad kan man inte enbart isolera problemen utan man måste se vilken den internationella effekten blir.¹²³

Även avregleringen av de finansiella marknaderna på 80 och 90-talen bidrog till att internationaliseringen ökade, vilket kan sägas gav upphov till en spiraleffekt med ökad internationalisering vilket krävde ytterligare avreglering.¹²⁴

Det finns däremot de som anser det inte är tal om en global marknad för värdepapper utan att kapitalmarknaden består av flera nationella kapitalmarknader som dock blivit allt mer integrerade och med en ökad möjlighet till rörlighet mellan marknaderna.¹²⁵

En trend på finansmarknaden är att man går mot en konsolidering av marknaderna i synnerhet på den europeiska marknaden där införandet av euron har skapat en paneuropeisk trading-plattform för finansiella

¹²³ Cranston, s. 110, Prop. 1997/98:160 s. 85 f., SOU 2000:11, s. 109

¹²⁴ Niemeyer, s. 10

¹²⁵ Oditah, s. 19

tjänster.¹²⁶ Man har inom EU beslutat att till år 2005 skapa en öppen marknad för riskkapital och finansiella tjänster.¹²⁷

5.2 Lagvalsproblematiken

5.2.1 Lex rei sitae

Den traditionella kollisionregeln för fastställande av tillämplig lag vid överföring av egendom eller ställande av säkerhet har varit principen om *lex rei sitae* (benämnes även *lex cartae sitae* eller *lex situs*). Enligt denna allmänt vedertagna internationellrättsliga princip skall giltigheten i en överföring avgöras enligt lagen på den plats där egendomen befinner sig vid tiden för fullbordandet.¹²⁸ Vid fysisk egendom är den tillämpliga lagen den där de fysiska objekten befinner sig när mottagaren av säkerheten tar egendomen i sin besittning. Vid fallet med dematerialiserade värdepapper blir i stället antingen den där utställaren lagligt anses befinna sig eller där värdepappren kan anses vara kontoförda. Det uppstår ett problem om dessa värdepapper är kontoförda hos förvaltare i flera led.¹²⁹

Det finns alltid två delar av en säkerhetstransaktion: först, den obligationsrättsliga delen, det kontraktuella inslaget som beskriver parternas kontraktuella plikter, därtill kommer den sakrättsliga delen som avhandlar överföringen av rättigheterna till en viss egendom. Haagkonventionen innehåller kollisionregler för den sakrättsliga delen av ett säkerhetsarrangemang. De kontraktuella aspekterna täcks av andra kollisionregler som ofta är ganska överskådliga och ger parterna möjlighet att själva välja vilket lands lag som skall vara tillämplig på avtalet.¹³⁰

Avsikten med Haagkonventionen är att aktörerna på de finansiella marknaderna enkelt och med visshet om dess effekt skall kunna avgöra

¹²⁶ Benjamin 1, s. 18

¹²⁷ Håkansson m.fl. 1, s. 15

¹²⁸ JT 2001-02, s. 522, JT 2003-04, s. 457 f., Walin, s. 144

¹²⁹ Bernasconi, s. 3 f.

¹³⁰ Bernasconi, s. 4

vilket lands lag som reglerar de sakrättsliga frågorna beträffande icke fysiska finansiella instrument.¹³¹

När en portfölj innehåller flera skilda finansiella instrument med ursprung i olika jurisdiktioner, vilket inte utgör en ovanlighet, och dessa skall användas som säkerhet kommer säkerhetstagaren tvingas kontrollera att ingen av dessa aktuella jurisdiktioners regleringar skapar ett problem för säkerhetens beständighet. Bedömningen måste för varje fall göras enligt den specifika jurisdiktionens bestämmelser. Reglerna för bedömningen kan komma att vara olika i varje jurisdiktion och det kan vara svårt att på förhand säga vad som styr lagvalet. Lagvalet kan vara beroende av var utgivaren har sin hemvist, var registret för instrumenten förs eller var de underliggande instrumenten fysiskt är belägna. Detta kan vara en mycket svår och kostsam bedömning att göra och därför lämpar sig inte *lex rei sitae* regeln för praktiskt användande.¹³²

5.2.2 PRIMA principen

Ett alternativt tillvägagångssätt är att enbart se till det lands lag där intermediären som sköter kontoföringen befinner sig. Denna metod är *the Place of the Relevant Intermediary Approach*. Den största fördelen med PRIMA principen är att frågan om mottagaren av en säkerhet har sakrättsligskydd kommer att regleras av endast ett lands lag även när en portfölj innehåller finansiella instrument med olika ursprung. I både Frankrike och i USA är PRIMA principen den lagstadgade kollisionsregeln.¹³³

Samtidigt som förhandlingarna om säkerhetsdirektivet har förts i Bryssel har arbetet inom Haagkonferensen om internationell privaträtt pågått om en konvention om tillämplig lag för vissa rättigheter som är registrerade på en förvaltare. Förhandlingarna har resulterat i ett förslag till konvention som antagits vid diplomatkonferensen i Haag den 13 december 2002. Utkastet

¹³¹ Bernasconi, s. 6

¹³² Bernasconi, s. 29

¹³³ JT 2001-02, s. 524

till konvention har nära anknytning till lagvalsreglerna i såväl artikel 9 i säkerhetsdirektivet som artikel 9.2 i finalitydirektivet.¹³⁴ Därigenom ges PRIMA principen ytterligare internationell spridning.¹³⁵ När säkerhetsdirektivet har utformats har man avvaktat konventionens utformning för att dessa skall överensstämma i så stor utsträckning som möjligt.¹³⁶ Haagkonventionen har haft som sikte att skapa en globalt enhetlig lagvalsprincip för området. Lagvalsregeln bygger på parternas val av tillämplig lag som skall ha anknytning till var instrumenten kontoförs.¹³⁷

¹³⁴ Ds 2003:38, s. 26

¹³⁵ JT 2002-03, s. 860

¹³⁶ JT 2002-03, s. 861

¹³⁷ JT 2002-03, s. 862

6 Kommentarer och slutsatser

Det framstår som tydligt att en modern värdepappersmarknad förutsätter en övergång från ett traditionellt värdepappersbundet system till ett system baserat på kontoföring med antingen immobiliserade eller dematerialiserade finansiella instrument. De logistiska hinder som det pappersbaserade systemet är förbundet med innebär allt för stora problem för att en sådan marknad skall nå en ordentlig tillväxt och en tillräcklig omsättning.

De kontoförda finansiella instrumenten har flera fördelar framför traditionella system. De underlättar och förenklar hanteringen av instrumenten vilket ur en samhällsekonomisk synpunkt är en stor fördel. Det är också väsentligt för skapandet av förutsättningar för en fungerade marknad att utforma ett system som ger deltagaren en möjlighet att kalkylera riskerna vid olika slags affärer.

Att man har skapat ett system som i viss mån bygger på en virtualisering är intressant då många av deltagarna på marknaderna utan tvivel inte gör någon djupare analys av hur marknaden fungerar. De utgår troligtvis från att marknaden fungerar. Den lösning som lagstiftaren har kommit fram till är präglad av en fokus på systemets funktionalitet utan att man har varit allt för fäst vid att skapa ett system som är lättbegripligt och konkret. Samtidigt har man hållit sig kvar vid traditionella termer och begrepp. På denna marknad finns ett behov av intermediärer som kan göra marknaden och det kontoförda systemet tillgängligt och mer lätthanterligt. Dessa intermediärer kommer i konkurrensen om kunderna att utveckla nya produkter som för utvecklingen på den finansiella marknaden framåt.

De brister som förknippas med det traditionella systemet för hantering av värdepapper har i viss mån reducerats. De har dock kommit att ersättas av andra risker. Detta eftersom det inte är möjligt att skapa ett system helt utan risker. Målet för lagstiftaren har i stället varit att skapa ett system där riskerna är fördelade på dem som är lämpligast att bära dem. Det kan även i viss mån sägas vara ett problem att såväl professionella aktörer som

småsparare agerar på samma marknad då förutsättningarna är olika och möjligheterna och i vissa avseenden även informationen är asymmetriskt fördelad.

Den tekniska utvecklingen har även möjliggjort en minskning av transaktionskostnaderna vid internationell handel. Detta har lett till en ökad integrering av finansiella marknader i olika länder. Integreringen har också drivits på av samarbetet inom EU och EMU.

Genom EMU-integreringen av den europeiska marknaden och euron så är valuta risken inte längre något som hämmar den finansiella utvecklingen. De som önskar att Sverige skall fortsätta stå kvar utanför detta samarbete kan hävda att vi skulle förlora den konkurrensfördel vi har genom att utländska investerare kan diversifiera sina portföljer med svenska tillgångar i kronor, om Sverige accepterade euron.

Det traditionella banksparandet har på allvar fått konkurrens av värdepappersmarknaden. Detta har bland annat skett som en följd av den tekniska utvecklingen som gjort att transaktionskostnaderna förknippade med att emittera, köpa och sälja värdepapper har minskat.

Utvecklingen tycks alltjämt gå mot en ökad internationalisering inte minst på en den europeiska marknaden som troligtvis på sikt kommer att ha en fungerande integrerad marknad för finansiella varor och tjänster. Potentiellt kommer detta att locka till sig fler internationella aktörer vilket säkerligen kommer att skapa förutsättningar för ytterligare internationalisering.

Käll- och litteraturförteckning

Offentligt tryck

Prop. 1990/91:142	Regeringens proposition 1990/91:142 om handel och tjänster på värdepappersmarknaden, m.m.
Prop. 1997/98:160	Regeringens proposition 1997/98:160 om kontoföring av finansiella instrument och kostnadsinformation till fondandelsägare
SOU 1968:59	Förenklad aktiehantering – nya regler för aktiebrev och aktiebok, betänkande avgivet av fondbörsutredningen
SOU 1993:114	Konto, clearing och avveckling, betänkande av Clearingutredningen
SOU 1998:160	Reglering och tillsyn av banker och kreditmarknadsföretag, delbetänkande av Banklagskommittén
SOU 2000:11	Finanssektorns framtid, betänkande av Finansmarknadsutredningen med bilagor
SOU 2001:1	Aktieägarregister, bilaga till slutbetänkande av Aktiebolagskommittén
Ds 2003:38	Finansiella säkerheter
Niemeyer	Jonas Niemeyer, Where to Go after the Lamfalussy Report? – An Economic Analysis of Securities Market Regulation and Supervision, Finansinspektionen Rapport 2001:8

Litteratur

- Benjamin 1 Joanna Benjamin, *Interests in Securities – A Proprietary Law Analysis of the International Securities Markets*, Oxford University Press, 2000
- Benjamin 2 Joanna Benjamin, *The Law of Global Custody*, Butterworths, 1996
- Bernasconi Christophe Bernasconi, *The Law Applicable to Dispositions of Securities Held Through Indirect Holding Systems*, Report prepared by Christophe Bernasconi, First Secretary at the Permanent Bureau, Hague Conference of Private International Law, November 2000
- Cranston Editor Ross Cranston, *Legal Issues of Cross-Border Banking*, Chartered Institute of Bankers, 1989
- Helander Bo Helander, *Krediträtt i lös egendom*, P A Norstedts & Söners Förlag, 1984
- Håkansson m.fl. 1 Per-Erik Håkansson, Lennart Lundquist, Urban Rydin, *Administration av finansiella instrument: kunskap för finansiell rådgivning*, Liber Ekonomi, 2002
- Håkansson m.fl. 2 Per-Erik Håkansson, Lennart Lundquist, Urban Rydin, *Handel med finansiella instrument – kunskap för finansiell rådgivning*, Liber Ekonomi, 2002
- Håstad 1 Torgny Håstad, *Sakrätt avseende lös egendom*, Norstedts Juridik, 2001

Håstad 2	Torgny Håstad, Några problem rörande panträtt i en värdepappersdepå, Festskrift till Henrik Hessler, P A Norstedt & Söners Förlag, 1985
Kågerman	Pontus Kågerman, Värdepappersmarknadens regelsystem – Lagreglering, självreglering och etik, Norstedts Juridik, 2001
Millqvist	Göran Millqvist, Sakrättens grunder – En lärobok i sakrättens grundläggande frågeställningar avseende löseendom, Norstedts Juridik, 2003
Oditah	Editor Fidelis Oditah, The Future for the Global Securities Market, Legal and Regulatory Aspects, Clarendon Press 1996
Pettersson	Per Pettersson, Aktier utan aktiebrev: kommentar till aktiekontolagen, Allmänna Förlaget, 1990
Rydén och Rydin	Bengt Rydén, Urban Rydin, Regelverk på värdepappersmarknaden – kunskap för finansiell rådgivning, Liber Ekonomi, 2001
Salomonsson	Bengt Salomonsson, Historiska Aktiebrev – värderingsbok för samlare av svenska aktiebrev utgivna 1782-1973, Lafri, 1983
Statistisk Årsbok	Statistisk Årsbok för Sverige, Statistiska centralbyrån upplagorna 1984, 1993 och 2004
Walin	Gösta Walin, Finansiella instrument – Kontoföring och rättsverkningar, Norstedts Juridik, 2001

Artiklar

- JT 2001-02 Lars Afrell, Michael Bogdan, Något om lagvalsregler vid pantsättning av dokumentlösa finansiella instrument, Juridisk Tidskrift Årgång 13 2001-02 nr. 3, s. 517-528
- JT 2002-03 Göran Millqvist, Ny Haagkonvention om tillämplig lag för vissa rättigheter i fråga om finansiella instrument som är registrerade på en förvaltare, Juridisk Tidskrift Årgång 14, 2002-03 nr. 4, s. 855-869
- JT 2003-04 Dan Hanqvist, Var finns de finansiella instrumenten? – Lex rei sitae i modern rätt, Juridisk Tidskrift Årgång 15 2003-04 nr. 2, s. 456-467

Övrigt

- Nyse.com New York Stock Exchange hemsida,
<http://www.nyse.com>