



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Maria Stakovska

Aktiekontoproblematiken

-

om regelsystemet kring clearing, avveckling och kontoföring av
aktier i avstämningsbolag

Examensarbete
20 poäng

Handledare: Torsten Sandström

Ämnesområde: Börsrätt

Termin: HT 2000

Innehåll

SAMMANFATTNING	1
FÖRKORTNINGAR	2
1 INLEDNING	3
1.1 Presentation av ämnet	3
1.2 Syfte, avgränsning och disposition	3
1.3 Metod och material	4
2. HANDELN MED AKTIER	5
2.1 Aktiebolaget	5
2.2 Aktierna och ägarna	6
2.3 Överlåtelser av aktier - från värdepapper till kontoföring	7
2.4 Registrering i avstämningsbolag	8
3. AKTÖRERNA OCH MARKNADENS STRUKTUR	10
3.1. Börser och marknadsplatser	12
3.1.1. OM Stockholmsbörsen AB	12
3.1.2. Andra marknadsplatser	14
3.2 Clearingorganisationer	14
3.3 Centrala värdepappersförvarare	16
3.3.1. Värdepapperscentralen AB	18
3.3 Kontoförande institut	19
3.4 Värdepappersinstitut	20
3.5 Finansinspektionen	21
4. EN AKTIETRANSAKTION – AVSLUT, CLEARING OCH AVVECKLING	22
4.1 Olika handelssätt	22
4.2 En affär på Stockholmsbörsen	23

5. KONTOFÖRING	27
5.1 Allmänt – lag om kontoföring av finansiella instrument	27
5.2 Avstämningsregister och avstämningskonton	28
5.2.1 Avstämningsregister	28
5.2.2 Vilka rättigheter kan kontoföras?	29
5.2.3. Betydelsen av eventuella skriftliga dokument i kontosystemet	30
5.2.4. Upphörande av registrering	31
5.2.5. Avstämningskonton	32
5.3 Förvaltarregistrering	32
5.4 Registreringsåtgärder	35
5.4.1. Prövning – förutsättningar för registrering	35
5.4.2 Vid vilken tidpunkt skall en registreringsåtgärd vidtas?	36
5.5 Rättsverkan av registrering	37
5.5.1. Allmänt	37
5.5.2. Behörighet att förfoga över en aktie	37
5.5.3 Skyddet mot överlåtarens borgenärer	38
5.5.4 Dubbelöverlåtelse	39
5.5.5 Övriga brister i överlåtarens föfoganderätt	40
5.5.6 Pantsättning	40
6. AVSLUTNING	41
KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING	43

Sammanfattning

En viktig grundpelare i aktiebolagsrätten är principen om aktiens fria överlåtbarhet. Denna möjlighet till överlåtelse har sedan länge haft sin största betydelse för aktieägare med en önskan om att enkelt träda ur ett bolag. Numera kan emellertid aktieomsättningen sägas ha större betydelse ur ett kapitalmarknadsperspektiv, som en omfördelning av resurser i samhället.

Tekniken för överlåtelser av aktier har sedan 1970-talet utvecklats och anpassats till den växande marknadens behov. I stället för innehav av fysiska värdepapper är det numera möjligt att ha dematerialiserade aktier registrerade på ett värdepapperskonto. Sådana aktier utges av s.k. avstämningsbolag.

En förutsättning för att detta värdepapperslösa system skall fungera är att det finns en väl fungerande marknad för leveransen av aktierna samt för betalningen i samband med aktietransaktionerna. Det övervägande antalet aktieaffärer sker i dag på börser och andra s.k. marknadsplatser. Därefter sker fullföljande av clearing och avveckling med biträde av en clearingorganisation. Huvudaktörerna, värdepappersbolagen och bankerna, har till största del en förmedlande funktion. Med hänsyn till antalet transaktioner och det stigande antalet aktieägare ställs höga krav på säkerhet samt teknisk och ekonomisk stabilitet på samtliga dessa aktörer.

Lagen (1998:1479) om kontoföring av finansiella instrument (LKF) reglerar ingående verksamheten hos en s.k. central värdepappersförvarare. Här finns bl.a. regler om avstämningsregister och aktiekonton. Vidare finns i LKF centrala civilrättsliga regler, vilka ersätter den tidigare traditionsprincipen. Huvudregeln här är att olika rättsverkningar knyts till registreringen på aktiekontot. Trots stora skillnader mellan det gamla och nya systemet finns många likheter när det gäller lagens lösningar. Den nya lagstiftningen tycks fungera väl, framför allt med tanke på att det inte ännu inte uppstått några relevanta tvister i samband med överlåtelser av aktier i avstämningsbolag. Möjligen kan detta på att den civilrättsliga regleringen inte är särskilt väl anpassad till verkligheten och att reglerna därför inte kommit att tillämpas i någon större omfattning.

Förkortningar

ABL	Lag (1975:1385) om aktiebolag
AKL	Aktiekontolag (1989:827)
AvtL	Lag (1915:218) om avtal och andra rättshandlingar på förmögenhetsrättens område
BRL	Bankrörelselag (1987:617)
FI	Finansinspektionen
KI	Kontoförande institut
KL	Konkurslag (1987:672)
KonkL	Konkurrenslag (1993:20)
LBC	Lag (1992:542) om börs- och clearingverksamhet
LKF	Lag (1998:1479) om kontoföring av finansiella instrument
LVR	Lag (1981:981) om värdepappersrörelse
SkbrL	Lag (1936:81) om skuldebrev
UB	Utsökningsbalk (1981:774)
VPC	Värdepappscentralen

1 INLEDNING

1.1 Presentation av ämnet

Aktiemarknaden har - som en del av kapitalmarknaden i stort – utvecklats oerhört dynamiskt under de senaste åren. Att handla med aktier har blivit allt vanligare och intresset för aktiehandel fortsätter ständigt att öka. Denna tendens har i sin tur krävt bättre och säkrare handelssystem, mer effektiva rutiner samt ny teknik. På samma gång har den nya tekniken bidragit till ökad tillgänglighet och större intresse för aktiehandeln. Följaktligen ställs höga krav även på lagstiftningen. Med tanke på det antal transaktioner som idag utförs, är det av stor vikt att förfarandet stöds av ett väl fungerande regelsystem.

Utvecklingen på aktiemarknaden har sedan 1970-talet gått ifrån överlåtelser av värdepapper i fysisk form till registrering av ägarskiften på särskilda aktiekonton hos s.k. centrala värdepappersförvarare. Bolagen som använder sig av detta värdepapperslösa system benämns avstämningsbolag. Det rör det sig nu om omsättning av andelsrätter i dematerialiserad form, vilket i sin tur innebär att ett speciellt likvidhanteringssystem behövs för fullföljandet av betalningsförpliktelsen.

Lagstiftningen som reglerar området har sin utgångspunkt i ABL. Utöver dessa centrala stadganden finner vi regler i ett antal spridda lagar, vilka kan hänföras till området börsrätt. Många av dessa lagar är av näringsrättslig karaktär och uppställer således krav på aktiemarknadens aktörer. För övrigt finner vi ett antal ramlagar med utrymme för självreglering på marknaden. Av störst betydelse för uppsatsen är emellertid lagen om kontoföring av finansiella instrument (LKF), främst på grund av sjätte kapitlets ingripande reglering av de grundläggande civilrättsliga frågorna som uppstår vid handeln med aktier i avstämningsbolag.

1.2 Syfte, avgränsning och disposition

Syftet med denna uppsats är att redogöra för och analysera hur lagstiftaren valt att reglera omsättningen av aktier i avstämningsbolag samt den miljö i vilken handeln sker. Är lagstiftningen så som den för närvarande är utformad tillfredsställande, eller finns det möjligen behov av ändringar? Hur har reglerna fungerat i praktiken? Dessa frågor kommer att besvaras och slutligen skall även ett försök att kommentera lagstiftningen på området göras.

Uppsatsen är inriktad enbart på svensk rätt. Som en följd av ökat samarbete, främst sammanslagningar av börser i olika länder, uppstår många intressanta frågeställningar. För att begränsa arbetet så som denna uppgift kräver avser jag emellertid att inte behandla några internationella aspekter.

Övriga nationella köprättsliga frågor kommer inte heller att beröras, liksom frågor kring handel i kommission.

Vidare kan konstateras att den relevanta lagstiftningen ofta är generell utformad. Syftet med detta är att inte bara aktier, utan att alla slags finansiella instrument skall omfattas. I uppsatsen behandlas omsättningen av aktier. När lagstiftningen återges i uppsatsen används dock för överensstämmelsens skull termen finansiellt instrument - ett vidare begrepp som alltså förutom aktier även omfattar exempelvis optioner och terminer.

För att uppfylla ovan nämnda syfte ges inledningsvis en allmän bakgrund till handeln med aktier. Här skildras omsättningens betydelse ur aktiebolagets respektive aktieägarens synvinkel. I samma avsnitt redovisas utvecklingen på marknaden de senaste 30 åren samt det nya systemets framväxt. Därefter, i avsnitt 3, redogörs för vilka de olika aktörerna är, hur dessa regleras och om vilka företag som för närvarande figurerar på den svenska aktiemarknaden. Kapitlet är avsett att tjäna som bas för den senare, mer detaljerade redogörelsen av reglerna i LKF. Vidare analyseras en enstaka aktietransaktion på börsen. En aktieaffär kan ske på olika sätt. Hur som helst innebär det en process i ett antal steg och att känna till denna process är en klar förutsättning för att få en bättre förståelse för hela regelsystemet. I detta sammanhang behandlas även clearing och avveckling som en del av aktietransaktionen. Därefter, i kapitel 5, återges vad som gäller för hanteringen och förvaringen av aktierna. Även möjligheten till och innebörden av förvaltarregisterregistrering beskrivs här. Slutligen behandlas de inte helt obetydliga reglerna avseende rättsverkan av registrering. Uppsatsen avslutas med en analys och några egna synpunkter, vilka framkommit under arbetets gång.

1.3 Metod och material

Avsikten med uppsatsen är att genom en deskriptiv och traditionell juridisk metod redogöra för regelsystemet som jag valt att behandla.

Till största del har lagstiftning och förarbeten legat till grund för arbetet. Ämnet har endast kortfattat och väldigt ytligt berörts inom doktrin. Detta har till viss del varit problematiskt. Det har emellertid varit intressant att utforska lagstiftningen på egen hand och skapa en översikt över området. Det finns inte heller någon relevant rättspraxis i någon större omfattning, utan endast ett fåtal avgöranden i den numera upphävda aktiekontonämnden, en nämnd vars beslut endast hade karaktär av rekommendationer.

För övrigt har jag fått en praktisk inblick i aktiehandeln genom aktiemäklarna på Sparbanken Finn i Lund. Jag har även haft kontakt med Åsa Enesund, jurist på VPC, och med henne diskuterat ett antal juridiska frågor.

2. HANDELN MED AKTIER

2.1 Aktiebolaget

Aktiebolaget är idag den mest dominerande företagsformen i Sverige. Det finns omkring 220 000 aktiebolag registrerade i aktiebolagsregistret som förs av Patent- och registreringsverket.¹ Denna bolagsform, vilken under åren har visat sig ha haft en oerhört stor betydelse för företagets möjligheter till utveckling och expansion, regleras huvudsakligen i ABL. Utmärkande för aktiebolaget är framför allt dess status som självständig juridisk person, samt det begränsade ekonomiska ansvaret, d.v.s. att delägarna inte personligen ansvarar för bolagets förpliktelser. Denna grundläggande regel kommer till uttryck i portalparagrafen i ABL, 1 kap. 1 § 1 st.²

Associationsformen aktiebolag kan, tack vare den flexibilitet som ABL erbjuder, utnyttjas av allt ifrån små enmansföretag till stora börsnoterade bolag. I Sverige har det till skillnad från många andra länder traditionellt endast funnits denna form av bolag utan personligt ägaransvar. Från den första januari 1995 görs emellertid inom ramen för ABL en åtskillnad mellan två kategorier, *privata* och *publika aktiebolag*.³ Bestämmande för gränsdragningen mellan dessa är möjligheten att vända sig till allmänheten för kapitalanskaffning. Denna tillkommer endast publika aktiebolag, ABL 1 kap. 4 §. Konkret är bestämmelsen utformad så att privata aktiebolag, eller aktieägare i dessa bolag, förbjuds att genom annonsering söka sprida aktier eller teckningsrätter i bolaget. Dessutom får sådana värdepapper som är utgivna av privata aktiebolag, inte vara föremål för handel på börs eller annan organiserad marknadsplats. För att inte omöjliggöra extern kapitalanskaffning för dessa bolag med en mindre ägarkrets finns dock ett antal undantag från förbudet.

En alternativ företagsform till aktiebolag i mindre omfattning är handelsbolaget, 1 kap. 1 § lag (1980:1102) om handelsbolag och enkla bolag (BL). Bolagsmännen är då solidariskt ansvariga för bolagets skulder, såvida inte detta drivs som kommanditbolag, BL 2 kap. 20 § samt 1 kap 2 §. I övrigt, vid en jämförelse mellan dessa båda associationsformer, kan konstateras att reglerna för in- och utträde skiljer sig åt. För att bli delägare i ett handelsbolag krävs samtycke av övriga bolagsmän, BL 2 kap. 2 §. En bolagsman har alltid möjlighet att träda ut ur bolaget med sex månaders

¹ SCB:s företagsregister, 1999 årsstatistik.

² Se dock beträffande undantaget i 2 st. För advokatverksamhet som bedrivs i aktiebolagsform svarar varje delägare solidariskt med bolaget för sådana förpliktelser mot klienter, som bolaget ådragit sig medan han är delägare. Se även beträffande ansvarsgenombrott och högsta domstolens praxis, Rodhe, Aktiebolagsrätt, Stockholm, Nordstedts Juridik AB, 2000, s 229.

³ ABL 1 kap 2 §. Aktiekapitalet i privata aktiebolag ska uppgå till minst 100 000 kr och i publika minst 500 000 kr, ABL 1 kap. 3 §. Indelningen tillkom i syfte att underlätta anpassningen av ABL till EG:s regler.

uppsägningstid, under förutsättning att avtalet slutits för obestämd tid, BL 2 kap. 24 §. Dessutom kan han överlåta sin ekonomiska andel i bolaget, BL 2 kap. 21 §.⁴ För en aktieägare finns det däremot inte någon motsvarande möjlighet till uppsägning; denne måste helt enkelt skaffa en annan ägare i sitt ställe genom att överlåta aktierna.⁵ Genom att endast i vissa speciella fall tillåta inskränkningar i rätten att förfoga över en aktie har lagstiftaren dock försökt underlätta överlåtelser och på så sätt uppnå samma mål när det gäller utträde som i övriga former av sammanslutningar. Detta framgår tydligt av ABL 3 kap. 2 §, som uttrycker den s.k. *fria överlåtbarhetens princip*.

2.2 Aktierna och ägarna

I ett aktiebolag är bolagsstämman det högsta beslutande organet. Vid en omröstning bland aktieägarna vinner det förslag som stöds av aktieägare med flest röster. Huvudregeln i ABL är att alla aktier har lika rätt i bolaget. Från denna regel kan emellertid undantag göras i bolagsordningen, ABL 3 kap. 1 §. I svenska bolag är sådana undantag mycket vanliga; ofta stadgas t.ex. att vissa aktier skall motsvara tio röster vardera, medan andra aktier endast ger en röst vardera på bolagsstämman. Avtalsfriheten för sådana röstvärdeskillnader är dock begränsad genom att ingen akties röstvärde får överstiga tio gånger röstvärdet för en annan aktie.⁶ En uppdelning efter skillnaderna i röstvärdet görs i A- och B-aktier.

Skillnader mellan olika slags aktier kan förutom vad gäller rösträtten även göras för rätten till bolagets tillgångar och vinst. De aktier som i sådana fall ger företräde benämns preferensaktier och övriga stamaktier.

Såsom ägare till en andelsrätt i ett aktiebolag har man en rättighet att medverka vid bolagets förvaltning genom att delta i och rösta på bolagsstämman. Systemet med röstvärdeskillnader gör det möjligt att förvärva röststarka aktier i syfte att skaffa sig en maktposition i bolaget. Många aktieägare, s.k. passiva ägare, är emellertid endast intresserade av att få del i det ekonomiska resultatet av bolagets verksamhet. Utdelningen sker i form av vinstutdelning eller utbetalning vid nedsättning av aktiekapital och av överkurs- / reservfond samt vid bolagets upplösning.⁷

Placeringen i aktier är med andra ord en investering på riskkapitalmarknaden där aktieägaren hoppas på att få del av värdestegringen på aktierna. För kapitalmarknaden i stort är denna omfördelning av finansiella resurser av stor betydelse, inte minst för börsföretagen vilka enkelt får tillgång till kapital för investeringar och

⁴ Huvudregeln är att samtycke krävs från övriga bolagsmän. Förvärvaren är dock inte helt rättslös eftersom överlåtelserna är privaträttsligt bindande. Se vidare om detta, Sandström Torsten, *Handelsbolag och enkla bolag*, Nordstedts Juridik AB, Stockholm 1996.

⁵ Naturligtvis finns möjlighet till frivillig likvidation i enlighet med ABL 13 kap.

⁶ Eftersom det i tidigare aktiebolagsförfattningar inte fanns någon begränsning, så kan större röstvärdeskillnader förekomma. Som exempel kan nämnas Ericsson AB där skillnader i röstvärde mellan B- och A-aktier är så stora som 1:1000.

⁷ Rodhe, 2000, s 131.

produktion. Sparandet för aktieägaren kan vara både lång- och kortsiktigt. På senare tid har aktiehandeln ökat enormt och allt fler individer blir intresserade av spekulationer, snabba affärer och realisationsvinster.

2.3 Överlåtelser av aktier - från värdepapper till kontoföring

När det gäller tekniken för överlåtelser av aktier möter vi två parallella regelsystem. Trots att dessa system har en hel del gemensamt, skiljer de sig betydligt i vissa avseenden. Det första som avser aktiebolag i allmänhet har en lång tradition bakom sig och är inte särskilt väl anpassat för aktiebolag med ett stort antal ägare och hög omsättning. Aktierätten är i dessa fall knuten till ett papper, ett aktiebrev, och innehavet av detta brev blir således avgörande för äganderättsfrågan. Sakrättsligt skydd uppstår vid tradition av aktiebrevet. Genom en hänvisning till SkbrL görs några av reglerna om löpande skuldebrev tillämpliga även på aktiebrev, ABL 3 kap.6 §.

Redan under början av 1970-talet insåg lagstiftaren att tekniken för överlåtelser av aktier behövde rationaliseras. Genom lag (1979:596) om förenklad aktiehantering avskaffades utdelningskupongerna och det gavs en möjlighet för aktieägarna att hos VPC lämna in sina olika aktiebrev och få ett enda aktiebrev i utbyte, vilket skulle motsvara hela ägarens aktieinnehav. Syftet var att avskaffa utdelningskupongerna och nedbringa antalet aktiebrev. Det är dock tveksamt huruvida denna begränsade reform ledde till några större positiva förändringar.⁸

Nästa steg i reformen togs 1981, då aktiebrev för förvaltarregistrerade aktier helt avskaffades och ersattes med registrering av förändringar i förvaltarnas aktieinnehav.⁹ Förfarandet förutsatte dock samtycke av aktieägaren. Den nya bestämmelsen 20a § innebar att i de fall aktiebrev inte utfärdades, skulle i fråga om aktieägarens eller någon annans rätt anses så som om aktiebrev utfärdats för förvaltaren och omhändertagits av denne. Denna lösning var således ett smidigt sätt att kringgå problematiken kring de civilrättsliga frågor som skulle uppstå vid ett rent värdepapperslöst system.¹⁰

Under 1980-talet blev tendensen den, att nya och fler finansiella instrument uppstod samtidigt som ett övergivande av den alltför betungande hanteringen av de fysiska värdepapperen blev mer och mer önskvärd. Därmed fick VPC fick med anledning av de problem som uppstod, bl.a. felaktiga registreringar och leveransförseningar, vidta en utredning på

⁸ Rodhe, Ett på svensk rätt grundat värdepapperslöst system för registrering av aktier och obligationsfordringar, Tidskrift utgiven av juridiska föreningen i Finland, 1979, s 412.

⁹ Proposition 1981/82:33. Om förvaltarregistrering, se avsnitt 5.4.

¹⁰ Rodhe, Bort med de alltför tunga värdepappren – förslag till ett värdepapperslöst kontobaserat VPC-system, Festskrift till Sveriges Advokatsamfund, Stockholm, 1987, s 518. Utan denna bestämmelse hade två parallella system fått användas; ett där tradition av aktiebrev var avgörande, samt ett där denuntiation till VPC eller möjligtvis till bolaget skulle krävas för sakrättsligt skydd, Rodhe, 1979, s 416.

området. Initiativtagare till utredningen var framför allt banker och fondkommissionärer på marknaden.

Resultatet blev klart hösten 1986 och presenterades i den s.k. VP – rapporten.¹¹ Denna låg till grund för den senare utredningen som några år senare resulterade i två propositioner.¹² 1989 antog riksdagen lagförslaget, som slutligen blev aktiekontolagen (AKL). Steget dit var stort och i samband med övergången till kontosystemet fanns en hel del skepsis och oro beträffande brottslighet och manipulation.¹³

Det nya systemet tillämpades för första gången den 8 december 1989 i samband med att Trygg-Hansa gav sina 953 000 försäkringstagare aktier i det nybildade bolaget Trygg-Hansa Holding AB. Enligt 1 § i förordningen (1989:884) om ikraftträdande av AKL trädde lagen formellt i kraft vid denna tidpunkt. Fram till den 1 januari 1991 skulle emellertid AKL endast tillämpas för de emittenter och rättigheter som regeringen bestämde i särskilda beslut. Generellt började lagen inte att tillämpas förrän den 1 januari 1991. Numera är lagen upphävd genom kontoföringslagen, LKF, som trädde i kraft den 1 januari 1999.

2.4 Registrering i avstämningsbolag

Den ökade omsättningen och aktiviteten på hela finansmarknaden medförde till slut att den pappersbaserade hanteringen framstod som både omodern och ineffektiv. Den var kostsam, tidskrävande och inte särskilt rationell. Ett sätt att lösa detta var att skapa ett system där värdepapper inte behövde flyttas från en plats till en annan i samband med överlåtelser och pantsättningar. Resultatet blev s.k. kontobaserade system där överföringar av rättigheter mellan konton i systemet ersatte det fysiska överlämnandet. Två juridiska metoder kom till användning.

I ett internationellt perspektiv kan man säga att den dominerande metoden har konstruerats särskilt för att passa in i ett regelverk för pappersbaserade värdepapper. Utgångspunkten är att ett eller flera värdepapper existerar i fysisk form men dessa har, för att inte komma i omlopp, tagits i förvar av något centralt institut. Metoden kallas *immobilisering* och den finns i flera olika varianter.¹⁴

Den andra metoden, *dematerialisering*, innebär att det över huvud taget inte finns några aktiebrev eller andra dokument som bevis på äganderätten till ett värdepapper. Rättsverkningar som traditionellt var knutna till

¹¹ Kontobaserat värdepapperssystem, system- och författningsförslag 86-09-18. Det bör påpekas att utredningsarbetet utgått ifrån, och anpassats till VPC:s verksamhet och behov. Numera, när VPC inte längre har monopol på att vara central värdepappersförvarare, innebär resultatet (dagens regelsystem) med stor sannolikhet en konkurrensfördel för VPC.

¹² Prop. 1987/88:108, princippropositionen med riktlinjerna för det nya systemet, samt prop. 1988/89:152 om kontobaserat system med justitiedepartementets förslag till lagstiftning.

¹³ Hessler Henrik, Bör vi göra oss av med värdepapper, Festskrift till Lars Welamson, Stockholm, 1988, s 236.

¹⁴ Afrell Lars, Klahr Håkan, Samuelsson Per, Lärobok i kapitalmarknadsrätt, Stockholm, Juristförlaget, 1998, s 86 ff.

innehavet av värdepapperet, knyts i stället till registreringen. Både AKL, och numera LKF, bygger på principen om dematerialisering.

De ovan nämnda metoderna är båda särskilt anpassade för aktiemarknadsbolagens behov.¹⁵ De aktiebolag som tillämpar rättsreglerna i dessa system kallas *avstämningsbolag*. I ABL 3 kap. 8 § ges en anvisning om att bolaget, för att komma in under detta regelsystem, i bolagsordningen skall ta in ett avstämningsförbehåll. Ett sådant förbehåll innebär ”att den som på fastställd avstämningsdag är införd i aktieboken eller i förteckning enligt 12 § skall anses behörig att mottaga utdelning och, vid fondemission, ny aktie som tillkommer aktieägare samt att utöva aktieägares företrädesrätt att delta i emission.” I och med förbehållet får följaktligen aktiebrev, emissionsbevis eller interimsbevis inte utfärdas i bolaget.¹⁶

Tidigare hade VPC ensamrätt att för avstämningsbolagen föra aktiebok och fullgöra vissa andra närmare angivna uppgifter, ABL 3 kap 8 § 3 st. samt AKL. I samband med införandet av LKF upphävdes VPC:s monopolställning och följdändringar fick göras på åtskilliga ställen i lagen. De institut som i stället för VPC sköter nämnda uppgifter kallas för *centrala värdepappersförvarare*.¹⁷ Dessa institut skall med hjälp av dator föra ett avstämningsregister bestående av avstämningskonton för bolagets aktieägare.

Varje aktiebolag kan bli avstämningsbolag. Det finns således inte någon storleksgräns nedåt. Visserligen är reglerna skrivna för aktiemarknadsbolagens behov, men det finns inget som hindrar att även ett bolag utanför aktiemarknaden blir avstämningsbolag. För att ett aktiebolag ska kunna få sina aktier noterade vid Stockholms fondbörs är det dock en förutsättning att det är ett avstämningsbolag. I Sverige finns det idag sammanlagt omkring 850 avstämningsbolag.

¹⁵ Detta begrepp, aktiemarknadsbolag eller exempelvis ”börsbolag”, skall inte sammanblandas med beteckningen publikt aktiebolag, vilket endast innebär att bolaget har rätt att vända sig till allmänheten för kapitalanskaffning. Se avsnitt 2.1.

¹⁶ ABL 3 kap. 8 § 2 st, samt LKF 4 kap. 5 §. Har ett sådant värdepapper utfärdats, gäller det inte som förbindelse. Se under 5.2.3. om betydelsen av skriftliga dokument i kontosystemet.

¹⁷ Se om dessa längre fram, avsnitt 3.2.

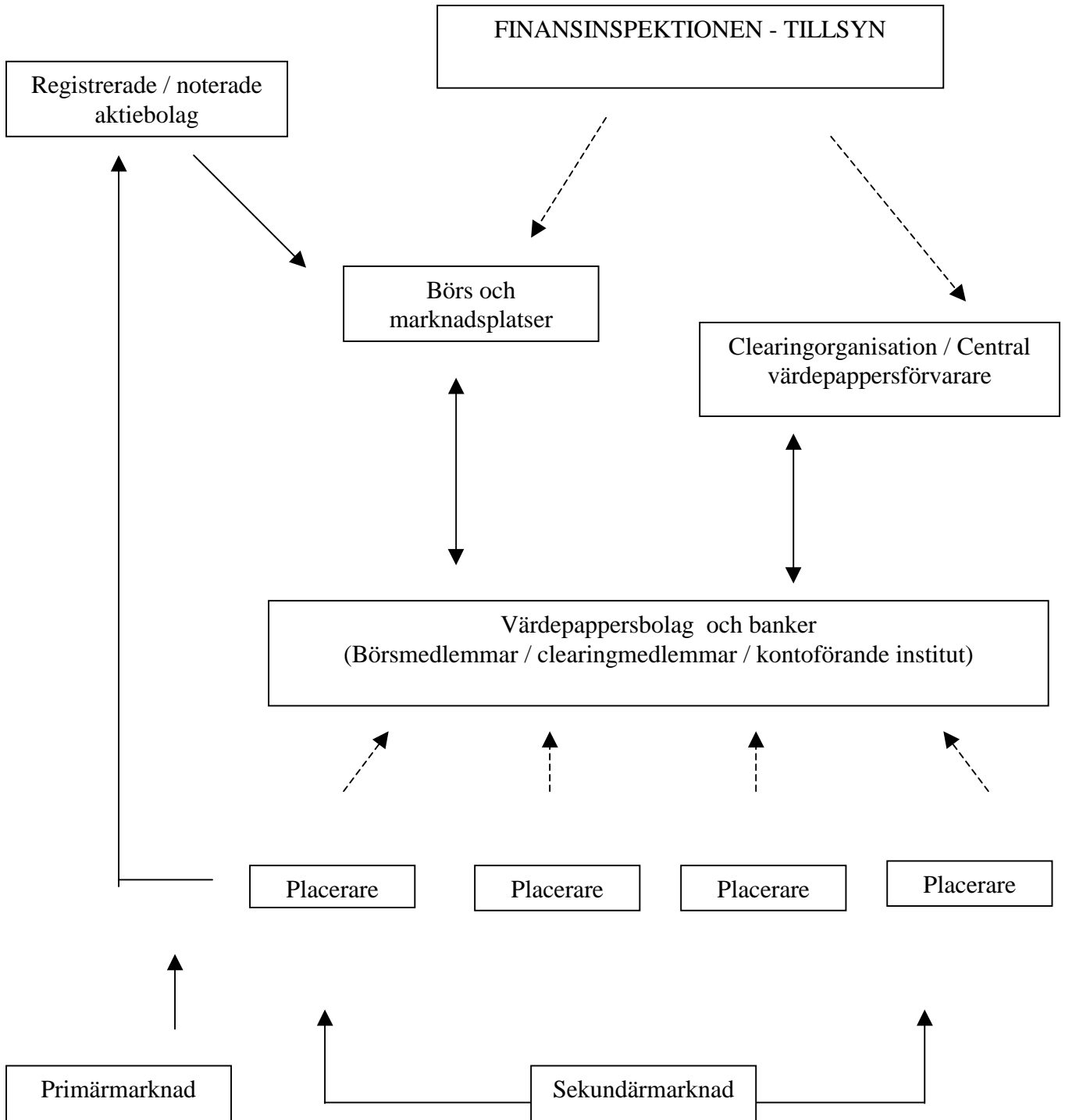
3. AKTÖRERNA OCH MARKNADENS STRUKTUR

I föregående avsnitt har inledningsvis redogjorts för några grundläggande frågor rörande aktiebolaget som en form av sammanslutning. Där framgår bland annat vikten av att delägaren har en möjlighet att enkelt kunna träda ur bolaget. Vi har även sett att ägaren i ett aktiebolag kan ha olika syften med sitt aktieförvärv. I de flesta fall är förvärvet en satsning på riskkapitalmarknaden, ett sparalternativ med en relativt hög risk. Denna handel, själva omsättningen av aktierna, kan hänföras till den del av aktiemarknaden som kallas *sekundärmarknaden*. En investering i aktier innebär som sagt ett risktagande i olika hänseenden. En inte alltför oväsentlig risk finner man i en dåligt fungerande andrahandsmarknad. Uppgiften för en börs och marknadsplats är därför att se till att minimera denna risk genom att sammanföra så många intressenter som möjligt på ett och samma ställe. Existensen av köpare och säljare är alltså en grundläggande förutsättning för en väl fungerade marknad.

Det primära syftet med finansiella marknaden, *primärmarknaden*, kan å andra sidan sägas ha sin grund i företagets behov av finansiering och kapitalanskaffning för bland annat investeringar och expansion av verksamheten. Genom notering på börs eller marknadsplats får bolaget tillgång till kapital från marknaden, förutsatt att denna övertygas om att investeringen ger en rimlig avkastning.

I detta avsnitt skall en översikt ges över den strukturella uppbyggnaden i kedjan mellan långgivare och låntagare. För att aktiemarknaden skall kunna fungera tillfredsställande krävs att det finns företag och andra institut som fullgör olika funktioner. Förutom långgivare och låntagare på primärmarknaden finns en tredje kategori, intermediärerna. Gemensamt för dessa är att de i första hand har som uppgift att fungera som mellanhänder. De har dock inte en helt oväsentlig betydelse även för omsättningen på andrahandsmarknaden.

Här nedan skall undersökas vilka de är, vad de har för roll och hur de regleras. För att få en överblick och framför allt för att skapa klarhet i den något invecklade terminologin, ges nedan en figur som i stora drag visar förhållandet mellan de olika aktörerna.



3.1. Börser och marknadsplatser

Företag som vill driva verksamhet i syfte att åstadkomma regelbunden handel med finansiella instrument kan av Finansinspektionen (FI) få auktorisation som börs eller marknadsplats enligt LBC, 1 kap. 1 §. Av lagtexten framgår att kravet på auktorisation inte är obligatoriskt.¹⁸ Auktorisationen är i stället tänkt som en kvalitetsgaranti – något som är väldigt viktigt på kapitalmarknaden där mycket handlar om allmänhetens förtroende. En statlig auktorisation är ett sätt att skapa förtroende som gör att även mindre riskbenägna kapitalplaceringar kan tänka sig att agera på marknaden. Dessutom är det vanligt att institutionella placeringar har regler som begränsar deras placeringssjälvständigheter till värdepapper som finns inregistrerade på börs eller noterade på annan kontrollerad marknadsplats.¹⁹

En *börs* är enligt LBC 4 § 1p. ett ”företag som har fått auktorisation enligt 2 kap. att driva verksamhet som syftar till att åstadkomma regelbunden handel med finansiella instrument mellan till verksamheten anslutna medlemmar”. *Auktoriserad marknadsplats* utgör en alternativ auktorisationsform till börs. Syftet med en sådan auktorisation är att marknadsplatsen skall vara underställd en mindre omfattande lagreglering och därigenom ge större mått av självständighet och flexibilitet. En väsentlig skillnad mellan båda dessa former är att kravet för medlemskap för tillträde endast gäller börser, LBC 3 kap. Dessa ska vara juridiska personer och kan delta i handeln, antingen för egen eller, efter särskilt tillstånd av börsen, även för annans räkning, LBC 3 kap. 1a §. För att delta för annans räkning krävs dock tillstånd enligt LVR. På medlemmarna ställs med hänsyn till funktionen och säkerheten i handeln särskilda krav beträffande kompetens och finansiell styrka. I övrigt ställs i LBC hårdare krav på en börs vad gäller teknisk och ekonomisk säkerhet samt information om handel och kurser, d.v.s. god genomlysning. Vidare gäller att inregistrering av aktier endast kan ske vid en börs, medan de på en marknadsplats endast noteras. Skillnaden mellan inregistrering och notering ligger i sin tur i kraven för upprättande av prospekt och halvårsrapporter, vilka endast gäller för inregistrerade aktier.

3.1.1. OM Stockholmsbörsen AB

Ända sedan 1860-talet har Fondbörsen i Stockholm varit centrum för aktiehandeln i Sverige. I samband med att LBC trädde i kraft, ombildades börsen till aktiebolag.²⁰ Därmed fick den namnet Stockholms Fondbörs AB och ägdes till en början endast av medlemmar och emittenter. Ganska snabbt

¹⁸ Handel kan bedrivas även med stöd av LVR eller BRL, se nedan om värdepappersrörelser. Kravet på tillstånd är då ovillkorligt, LVR 1 kap. 3 §. Skulle handeln i dessa fall bedrivas olämpligt finns möjlighet för FI att sätta stopp för detta, 6 kap 8 §.

¹⁹ Afrell m.fl., s 123 samt Prop. 1991/92:113 s 69.

²⁰ Prop. 1991/91:113 s 142. Tidigare var Fondbörsen en association av sitt eget slag, någonstans mellan ett privaträttsligt och offentligrättsligt subjekt. Det var även oklart huruvida börsen hade några ägare och vilka dessa i så fall var.

tillkom nya ägare. OM Gruppen AB, moderbolag till derivatbörsen OM Stockholm AB, lyckades efter ett tag bli den största ägaren med drygt 20 %.²¹ Under 1996 påbörjades diskussioner om närmare samarbete och en eventuell sammanslagning av börsverksamheterna; detta med utgångspunkt från utvecklingen och konkurrensen på den internationella finansmarknaden. I slutet av 1997 lämnade OM Gruppen AB ett offentligt uppköpserbjudande, vilket accepterades av ägarna. Efter det att bolagen juridiskt gick samman i början av 1999, kallas företaget OM Stockholmsbörsen AB, och är ett helägt dotterbolag till OM Gruppen AB.²²

Vid sidan av förändringarna i ägarstrukturen och samgåendet mellan börserna har marknaden som en följd av ökad omsättning och internationellt samarbete i hög grad utvecklats på senare år.

Aktieomsättningen har ökat explosionsartat och nya rekord uppnås ständigt. 1974 var omsättningen endast blygsamma 2 mdr kr, för att under 1980-talet stiga kraftigt. 1986 uppgick den till omkring 144 mdr kr.²³ Samma trend fortsatte även under 1990-talet; 1997 uppgick omsättningen till hela 1 346 mdr kr, respektive 1 830 mdr kr för 1998. Nytt rekord uppnåddes under mars månad 2000 med över 450 mdr kr. Internationaliseringen och medlemskapet i EU har ställt höga krav på den överskridande handeln. Tillsammans med Fondbörsen i Köpenhamn, och senare även med den norska börsen, har OM Stockholm AB inlett ett nära samarbete, NOREX. Ett annat aktuellt projekt är skapandet av en elektronisk börs för handel över gränserna, Jiway.²⁴ Dessa förändringar, samt ökningen av gränsöverskridande handel, kommer säkerligen i framtiden till att ge upphov till fler juridiska problem kring vissa områden, bl.a. jurisdiktion och IP-rätt.²⁵

Vad gäller själva handeln med aktier har börsen ca 60 anslutna medlemmar som har tillgång till, och som handlar i systemet. Noterade bolag var i augusti (2000) 310 st. Bolagen är noterade på någon av börsens tre listor, beroende på i vilken mån företaget uppfyller de uppställda kraven på de olika listorna. De börsregistrerade aktierna finns på A-listan som är uppdelad i tre delar, mest omsatta, EURO samt övriga. De på börsen noterade aktierna fanns tidigare på OTC- eller O-listan. Dessa listor är numera sammanslagna till en större O-lista som delas upp i "attract 40" och

²¹ Afrell m.fl, 1998, s 46.

²²http://www.omgroup.com/transaction/exchange/index.asp?lang=swe&expanded=1_
Storägare i OM är Investor, svenska staten, Olof Stenhammar med bolag, storbankerna samt en del utländska ägare.

²³ Dessa och följande uppgifter är hämtade från OM:s hemsida, <http://www.omgroup.com>.

²⁴ Tillsammans med investmentbanken Morgan Stanley Dean Witter & Co startar OM denna börs, med huvudkontor i London. OM äger 60 % och Morgan Stanley resterande 40 %. Efter att bolaget ansökt om status som auktoriserad börs i Storbritannien, startar handeln i september 2000. Småspararna gynnas genom att de får tillgång till över 6 000 europeiska och amerikanska aktier, dock ej med direkt tillgång till börsen. Projektet är värt omkring 850 miljoner kr. Se vidare om detta, <http://www.om.se/pdf%20files/jiwaysve.pdf>.

²⁵ Se beträffande dessa problem, Hobér Kaj, Rättsliga aspekter på värdepappersmarknadens internationalisering, Svensk Juristtidning 1989 s 426.

övriga. Syftet med det nya segmentet attract 40 är att framhäva de bolag som investerarna ansett som mest intressanta under en sexmånadersperiod.²⁶

Även handelssystemet har fått utvecklas och anpassas till ändringarna på marknaden. Det nya datoriserade handelssystemet, SAXESS – Stockholm Automated eXchange, togs i bruk 1990. Förutom aktier handlas även bl.a. konvertibler, premieobligationer och räntebärande obligationer. Systemet fungerar på så sätt att börsmäklarna handlar från sina kontor med hjälp av egna datorer som är uppkopplade till SAX-datorn på börsen. De flesta affärer i systemet sker med hjälp av automatisk matchning, d.v.s. köp- och säljorder sammanförs automatiskt när köp- och säljkurs stämmer överens. Stora poster görs ofta upp per telefon och rapporteras manuellt till systemet. Större delen av aktiehandeln sker i enheter av handelsposter, men det finns även en marknad för mindre poster, småordermarknaden. Informationssystemet som är realtidsbaserat presenteras samtidigt på mäklarnas skärmar och visar i varje ögonblick vad som händer på marknaden.

3.1.2. Andra marknadsplatser

Alternativformen till börs är auktoriserad marknadsplats, där tillstånd ges av FI. Tillstånd för sådan verksamhet har getts till AktieTorget AB samt SBI Marknadsplats AB.²⁷ Dessa bolag har dock samarbete med Stockholmsbörsen och utnyttjar därmed samma handelssystem.²⁸

Vid sidan av dessa förekommer att aktiehandel bedrivs med stöd av tillstånd enligt LVR, vilket jag återkommer till i avsnitt 3.4.

3.2 Clearingorganisationer

Efter en affär avseende aktier på börsen sker clearing och avveckling, d.v.s. de avslutande momenten vid en transaktion på finansmarknaden.²⁹ Köparen skall slutligen få de förvärvade aktierna och säljaren få köpesumman. Såsom framgått ovan tar en börs eller marknadsplats inte någon del i detta led. För dessa uppgifter finns speciella företag som skall ansöka om tillstånd som clearingorganisation enligt LBC. Tillstånd söks hos FI.

Precis som en börs har även en clearingorganisation anslutna medlemmar till sin verksamhet. Medlemmarna som är anslutna här sammanfaller till stor del med de företag som är börsmedlemmar (se figuren ovan). Genom VPC:s

²⁶ Avsikten med ändringarna var att underlätta för investerare, såväl svenska som utländska, att hitta intressanta bolag på börsen. Förändringarna påverkar inte någon lagstiftning som tex. förmögenhets- arvs- eller gåvoskatt.

²⁷ <http://www.fi.se>.

²⁸ Aktietorget är ett helägt bolag till Ideella Stiftelsen Lokal Aktiehandel, medan SBI Marknadsplats har ett spritt ägande med Univits som största ägare med ca 10 %, företagens årsredovisningar, 1999.

²⁹ Närmare om detta förfarande, se avsnitt 4.2.

anslutningsavtal får en clearingmedlem rättigheter och skyldigheter gentemot såväl VPC som mot övriga anslutna clearingmedlemmar.³⁰

Med *clearingverksamhet* avses enligt LBC 1 kap. 4 § 4 p. fortlöpande verksamhet som består i

- att på clearingmedlemmarnas vägnar göra avräkningar beträffande deras förpliktelser att leverera finansiella instrument eller att betala i svensk eller utländsk valuta, eller
- att genom inträdande som part eller som garant ta över ansvaret för förpliktelseernas fullgörande, eller
- på annat väsentligt sätt sörja för att förpliktelseerna avvecklas genom överförande av likvid eller instrument.

Begreppet clearingverksamhet omfattar mer än bara clearing (uträkning av förpliktelser att betala eller leverera aktier). Det omfattar således all riskfylld verksamhet som är förenad med clearing, d.v.s. även matchning, netting och avveckling.³¹ Riskerna i samband med clearingverksamhet kan delas in motpartrisker och andra risker. Exempel på den förra kategorin är likviditets- ersättningskostnads- och kapitalrisker, medan övriga risker kan hänföras till bland annat teknik och brottslighet.³² Uppgiften för en clearingorganisation är då att i varierande omfattning minimera eller överta motpartriskerna genom att till exempel inträda som central motpart i förhållande till alla medlemmar, s.k. central clearing.

Undantagna från tillståndsplikten att bedriva clearingverksamhet är företag som bedriver verksamhet med stöd av tillstånd enligt LVR eller BRL, LBC 1 kap 1 § 4 st. Undantaget gäller med andra ord främst värdepappersbolag och banker. Dessa driver clearingverksamhet med stöd av LVR respektive BRL.

Förutsättningarna för att tillstånd skall ges finns i LBC 8 kap. Höga krav ställs i syfte att tillgodose de säkerhetskrav som är förenade med verksamheten. Här finns även regler om clearingmedlemmar, LBC 8 kap. 6 §. Precis som börsmedlemmarna kan dessa delta för egen eller efter tillstånd även för annans räkning. Närmare bestämmelser om clearingorganisationens verksamhet finns i LBC 9 kap.

VPC är än så länge det enda företaget på den svenska aktiemarknaden som har tillstånd att agera som clearingorganisation. Till skillnad från clearingerna på derivatmarknaden (OM Derivat) går VPC inte in som central motpart på någon clearingfunktion. Inte heller lämnar VPC några garantier för avvecklingen. Det innebär att riskerna är större på aktiemarknaden i jämförelse med riskerna på derivatmarknaden.

³⁰ VPC:s Regelverk 2000:1, s 13.

³¹ Med *matchning* avses kontrollen av olika uppgifter för affären efter avslutet. *Netting* innebär att det sker en avräkning mellan betalnings- och leveransförpliktelser mellan parterna, så att utväxlingen av prestationer kan minskas. Netting kan således liknas vid ett kvittningsförfarande. Vad som egentligen skiljer nettingen från den egentliga clearingerna är svårt att säga, eftersom innebörden av begreppen har kommit att gå in i varandra. Se SOU 1993:114, s 19. Med *avveckling* avse själva ”överförandet” av de finansiella instrumenten – registreringen av aktierna. Se närmare om detta i avsnitt 4.2.

³² Afrell m.fl., s 142.

Att bedriva clearingverksamhet är inte VPC:s enda uppgift. Verksamheten clearing och avveckling har ett mycket nära samband med förvaringen och kontoföringen av aktierna. Innan jag närmare går in på VPC och dess verksamhet ska jag först närmare redogöra för den centrala värdepappersförvararens roll och funktion på marknaden.

3.3 Centrala värdepappersförvarare

Ett av de huvudsakliga syftena med LKF var att upplösa VPC:s monopol.³³ Fram till lagens ikraftträdande hade VPC ensamrätt att föra ett centralt register (avstämningsregister) över grundinformation och transaktioner som registreras på innehavares aktiekonton (VP-konton).³⁴ Utgångspunkten för den nya lagen kan sägas vara fri konkurrens med den begränsningen, att samma bestämmelser som gällde i AKL för VPC skall gälla för varje institut som vill bedriva en verksamhet som avser kontoföring av finansiella instrument.

De företag som får auktorisation att föra avstämningsregister benämns centrala värdepappersförvarare. Både VPC och regeringen ansåg att termen borde ansluta sig till det i internationella sammanhang vedertagna begreppet, Central Securitites Depositary (CSD), samt att ordet värdepapper skulle ingå i benämningen - trots att det numera rör sig om egendom av immaterialrättslig karaktär.³⁵ Enligt 1 kap. 2 § meddelas auktorisation svenska aktiebolag, svenska ekonomiska föreningar och utländska företag. Tillståndsfrågan prövas även här av FI.

Förutsättningar för auktorisation

Som ett allmänt krav uppställs för en central värdepappersförvarare, att denna 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 enskildas intressen inte äventyras, LKF 2 kap. 1 §. Formuleringen av dessa krav har sin utgångspunkt i kraven som uppställs för börser och clearingorganisationer, LBC 1 kap. 2-7 §§ respektive 8 kap. 2-5 §§. En skillnad är dock att en central värdepappersförvarare inte har något direkt inflytande över handeln och att exempelvis krav som god genomlysning inte gäller i detta sammanhang.

³³ Att VPC fick monopol berörs endast kortfattat i förarbetena; ensamrätten motiverades bl.a. ur effektivitetssynpunkt. Företaget fick dock endast begränsade uppgifter. De uppgifter som numera åvilar VPC är av långt större allmän betydelse för en fungerande värdepappershandel än vad som ursprungligen var fallet. Den fria konkurrensen hoppas lagstiftaren leda till lägre avgifter, incitament till att anpassa verksamheten och utveckla tekniken samt minska sårbarheten med ett enda system. För övrigt bör verksamheten av principiella skäl inte styras lagstiftningsvägen.

³⁴ Se mer om dessa i avsnitt 5.2.5.

³⁵ Prop. 1997/98:160 s 96.

En viktig förutsättning för auktorisation är att företaget har en kapitalstyrka som med hänsyn till verksamhetens art och omfattning är tillräcklig, bland annat för att kunna möta eventuella skadeståndsanspråk från enskilda. Vid en bedömning bör företagets samlade finansiella resurser ingå.³⁶ FI granskar bolagsordningen respektive stadgar och undersöker huruvida den planerade verksamheten kommer att uppfylla lagens krav. Även företagets ledning och ägare ska uppfylla krav på lämplighet.

Auktorisationen behöver inte vara generell; den kan förenas med villkor eller begränsas på något annat sätt. Den kan till exempel omfatta endast vissa finansiella instrument. Att begränsa den till att endast omfatta ett bolags aktier är dock inte möjligt.

För utländska företag gäller att dessa i sitt hemland bedriver motsvarande verksamhet i form av filial, och där står under tillsyn av en myndighet eller annat behörigt organ. I övrigt gäller samma allmänna krav som för svenska företag, LKF 2 kap 6 § 1-2 pp.

Annan verksamhet och organisationsförvärv

En central värdepappersförvarare får, utöver den verksamhet som omfattas av auktorisationen, endast bedriva annan verksamhet som har nära samband med verksamheten som central värdepappersförvarare. Börs- och clearingverksamhet förutsätts ha ett så pass nära samband att det uttryckligen står i lagen, LKF 2 kap. 7 §. Endast om det finns särskilda skäl kan undantag medges från FI.

Ett företag med auktorisation som central värdepappersförvarare har möjlighet att göra s.k. organisationsförvärv, t.ex. förvärva aktier i ett bolag som skall vara ett dotterföretag till institutet. Sådana förvärv av aktier och andelar kräver dock tillstånd av FI, LKF 2 kap 8 §.

Kontrahering

Tidigare hade VPC enligt AKL ålagts en kontraheringsplikt, d.v.s. en lagstadgad skyldighet att ingå avtal om kontoföring med *emitter* av finansiella instrument. Numera, som en följd monopolets avveckling där systemet bygger på fri konkurrens, går det knappast att upprätthålla en sådan formell skyldighet. I förarbeten till LKF övervägdes i stället huruvida de grundläggande principerna om neutralitet och fritt tillträde skulle lagfästas även här; detta med hänsyn till den betydelse det kan ha för en emittent på aktiemarknaden att träffa avtal om kontoföring.³⁷ Inte heller dessa bedömdes emellertid vara nödvändiga. Med stor sannolikhet är det så att VPC framöver kommer att ha en dominerande ställning på marknaden och därmed omfattas av KonkL 19 §.

³⁶ Se 2 kap. 4 § och Kontoföringsförordning (1999:146) 1 §, där FI bemyndigas att meddela ytterligare föreskrifter, samt FFFS 1996:16 om ansökan att få auktorisation som börs eller marknadsplats eller tillstånd att bedriva clearingverksamhet enligt lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet.

³⁷ Se nedan under 3.3 om dessa två grundläggande principer på värdepappersmarknaden.

En annan fråga som uppmärksammades i samband med den tidigare kontraheringsplikten och kontosystemet var, att då en *aktieägare* förvärvar aktier i ett avstämningsbolag denne blir beroende av att ett *kontoförande institut* öppnar ett avstämningskonto för honom.³⁸ Tidigare var det ett krav enligt AKL, att ett av de kontoförande instituten skulle vara dotterbolag till VPC och ha en principiell kontraheringsplikt. Numera har VPC:s dotterbolag VKI AB avvecklats. För en centrala värdepappersförvarare innebär det nu att det i sista hand är skyldigt att öppna ett avstämningskonto för köpare som förvärvar registrerade aktier.

3.3.1. Värdepapperscentralen AB

I dagsläget är VPC en av huvudaktörerna på den svenska aktiemarknaden. Verksamheten startade 1971 då värdepapperen fortfarande fanns i fysisk form. Bakgrunden till tillkomsten var såsom framgått ovan bekymren med den betungande hanteringen av värdepapper i fysisk form. Till en början lades 1990 aktiemarknaden in i systemet som byggde på AKL, därefter penningmarknaden 1993, samt slutligen premieobligationer 1996. Ägare till VPC är sedan 15 juli 1999 de fyra bankerna, Föreningssparbanken, SEB, Nordbanken samt Svenska Handelsbanken. Var och en av dessa äger ungefär 25 %.³⁹

Den verksamhet som idag bedrivs av VPC grundar sig på tillstånd enligt både LBC och LKF; *VPC agerar således både som clearingorganisation och central värdepappersförvarare*.⁴⁰ Verksamheten är indelad i tre affärsområden på grundval av de olika kundkategorierna:

- emittenter,
- clearing och settlement (avveckling på eng.) samt
- placerare

Inom det första området är kunderna alla de avstämningsbolag som emitterar aktier och andra finansiella instrument när de söker kapital från marknaden. I december 1999 var antalet emittenter 851 st. Dessa får hjälp med bl.a. rådgivning, men även med tjänster i samband med förande av aktieböcker, hantering av utbetalningar och andra bolagsrättsliga händelser där VPC bistår med hjälp.

När det gäller det andra området, clearing och avveckling, är huvuduppgiften att övervaka leveransen och betalningen av värdepappersaffärerna samt att genomföra avvecklingen på penning- och aktiemarknaden. Kunderna här är medlemmarna, exempelvis banker och värdepappersbolag, men även stora institutionella placerare och försäkringsbolag.

³⁸ I ett dokumentbaserat system kan ju värdepapper förvärfas utan inblandning av andra parter än säljaren.

³⁹ <http://www.vpc.se/omvpc/index.html>.

⁴⁰ Vid införandet av LKF var det en självklarhet att VPC skulle få tillstånd.

Slutligen har vi affärsområdet placerare. Här ges hjälp och service i olika former till placerarna, eller vp-kontoinnehavarna, samt till bankerna / värdepappersbolagen som administrerar kontona.

VP-systemet är decentraliserat på så sätt att den största delen av registreringarna utförs av s.k. kontoförande institut (KI).⁴¹ Dessa aktörer är åter igen oftast banker och värdepappersbolag, men även stora placerare kan vara KI för eget innehav och på så sätt själva sköta registreringen av de egna affärerna. För närvarande har VPC drygt tre miljoner vp-kontohavare (december -99), 45 kontoförande institut (KI) och 55 clearingmedlemmar (januari 2000).⁴²

3.3 Kontoförande institut

Av LKF 3 kap. 1 § framgår att en central värdepappersförvarare får som KI anta juridiska personer i syfte att vidta registreringsåtgärder i avstämningsregister. Höga krav på ekonomiska, tekniska och juridiska resurser ställs på de företag som ska få tillstånd att vara KI, främst på grund av de stora summor som hanteras i systemet samt det antal personer som berörs av verksamheten. Eftersom systemet är datoriserat måste institutet ha en teknisk utrustning som kan samordnas med värdepapperscentralens.

Alla dessa kriterier får naturligtvis en begränsande effekt på antalet aktörer på aktiemarknaden. I första hand är det banker och värdepappersbolag som har möjlighet att uppfylla kraven. Det finns dock en möjlighet för centrala värdepappersförvarare att utfärda *partiella tillstånd*, som ger utövaren rätt att hantera sina egna placeringar. För att kunna vidta registreringar även för *annans räkning* krävs enligt LKF 3 kap. 2 § att företaget är

- Riksbanken eller annan centralbank,
- svensk eller utländsk clearingorganisation,
- central värdepappersförvarare eller utländskt företag som bedriver motsvarande verksamhet, eller
- värdepappersinstitut (banker och värdepappersbolag) eller utländskt företag som i sitt hemland får bedriva värdepappersrörelse.

Vid prövningen av huruvida något av dessa institut skall antas, har en central värdepappersförvarare två grundläggande principer att tillämpa, neutralitetsprincipen samt principen om fritt tillträde. *Neutralitetsprincipen* innebär att de regler som centrala värdepappersförvararna uppställer för KI skall utformas och tillämpas på ett likformigt sätt. Enligt *principen om fritt tillträde* skall var och en som uppfyller kraven som ställs i LKF av den centrala värdepappersförvararen antas som KI, 3 kap. 3 §.

När ett KI väl blivit antaget uppstår en informationskyldighet gentemot den centrala värdepappersförvararen så att denna skall kunna fullgöra sina

⁴¹ Se mer om dessa i nästa avsnitt.

⁴² <http://www.vpc.se/omvpc/2.html>, Beträffande KI, se nedan i avsnitt 3.3.

uppgifter enligt LKF eller annan författning, 3 kap. 4 §. Vid bristande information eller då det kontoförande institutet av någon annan anledning inte längre uppfyller kraven som uppställs, kan den centrala värdepappersförvararen besluta att institutet inte längre får vara KI. Det kan exempelvis röra sig om transaktioner som äventyrat institutets ekonomiska ställning eller om åtgärder som inverkar på bedömningen av den personliga lämpligheten hos ägare och befattningshavare vid institutet.⁴³ Vid sidan av denna kontroll kan dessutom FI vid vite förelägga dessa, trots att de ej står under myndighetens tillsyn, att lämna inspektionen de uppgifter den begär som rör verksamheten som KI, 3 kap 6 §.

3.4 Värdepappersinstitut

Ovan har redogjorts för ett antal olika aktörer på marknaden. Det har bland annat redogjorts för marknadsplatser, clearingorganisationer och värdepappersförvarare med till dessa anslutna medlemmar och antagna KI. En annan viktig grupp på marknaden är placerarna. För att samspelet mellan dessa och företagen skall fungera krävs en mellanhand. Den egentliga länken på marknaden utgörs av värdepappersinstitutet som tillhandahåller vissa tjänster. Det kan tyckas vara väldigt ostrukturerat med alla dessa olika termer vad gäller tillstånd för viss verksamhet. Faktum är dock att samma aktörer oftast har flera tillstånd och bedriver allt i en samlad verksamhet. Här nedan skall klargöras vad som avses med värdepappersrörelse och vilka som bedriver sådan verksamhet.

Värdepappersrörelse är verksamhet som består i att yrkesmässigt tillhandahålla vissa i LVR angivna tjänster. Enligt 1 kap. 3 § omfattas följande tjänster av tillståndsplikt:⁴⁴

- handel med finansiella instrument i kommission och för egen räkning,
- förmedling av finansiella instrument
- förvaltning av finansiella instrument
- emissionsmedverkan

Företag kan söka tillstånd att bedriva en eller flera av ovanstående verksamheter.

Ett institut som bedriver *förmedlingsverksamhet* kallas även mäklare eller ”broker”, medan den typiska egenhandlaren är en s.k. ”market maker”, eller marknadsgarant. Mäklaren tar varken egna positioner eller handhar likvider, utan fungerar som en länk i handeln mellan två parter som vill göra en affär. Eftersom kravet på yrkesmässighet inte omfattar enstaka uppdrag, krävs inte tillstånd för t.ex. en advokats medverkan eller förmedling vid en klients värdepappersaffärer.

⁴³ Pettersson, Aktier utan aktiebrev, 1990, s 29.

⁴⁴ Har verksamhet fått tillstånd enligt denna lag, krävs därmed inte tillstånd för clearingverksamhet enligt LBC, 1 kap. 1 §. Samma gäller för bank med tillstånd enligt BRL.

Med *handel för egen räkning* förstås sådan handel där det primära syftet är att direkt gentemot kunden tillhandahålla en tjänst, d.v.s. inte endast att förmedla. Genom marknadsgaranterna underlättas handeln och marknaden blir mer likvid eftersom dessa gör åtagande om att alltid lämna såväl köp- som säljkurser. En marknadsgarant köper och säljer alltså finansiella instrument för egen räkning och intäkterna utgörs normalt av skillnaden mellan sälj- och köpkurser, s.k. spread. Handel med finansiella instrument som utgör led i till exempel ett industriföretags eller försäkringsbolags normala kapitalförvaltning omfattas däremot inte av egenhandlarbegreppet och är inte tillståndspliktigt enligt LVR. Sådan verksamhet kan inte sägas ha som underliggande affärsidé att utföra tjänster åt andra aktörer på marknaden.

3.5 Finansinspektionen

Det finns omkring 2500 företag på försäkrings- kredit- och värdepappersmarknaden som står under FI:s tillsyn.⁴⁵ Förutom att ge auktorisation och tillstånd till företag har FI även en övervakande uppgift. Företagen, aktörerna på värdepappersmarknaden, har således skyldighet att lämna inspektionen de upplysningar om sin verksamhet och därmed sammanhängande omständigheter som inspektionen begär, LBC 11 kap. samt LKF 9 kap. FI kan ingripa på olika sätt, bl.a. förelägga vite eller återkalla auktorisation och tillstånd.⁴⁶

⁴⁵ <http://www.fi.se>.

⁴⁶ Här kan nämnas att FI av riksdagen, genom regeringen, har delegerats normgivningsmakt och har följaktligen meddelat föreskrifter på olika områden. Se FAR 1999, Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd, s 231.

4. EN AKTIETRANSAKTION – AVSLUT, CLEARING OCH AVVECKLING

4.1 Olika handelssätt

En affär på aktiemarknaden kan genomföras på olika sätt, exempelvis i ett elektroniskt handelssystem som SAX, på ett börsolv eller efter direkta – mer eller mindre omfattande – förhandlingar mellan parter.⁴⁷ Utomlands är det fortfarande relativt vanligt att handeln sker på ett traditionellt börsolv. Som exempel kan nämnas New York Stock Exchange.

OTC-handel i sin renaste form innebär att avtal träffas direkt mellan parterna, utanför en börs eller marknadsplats och utan medverkan av några mellanhänder.⁴⁸ Parterna träffas privat och gör själva upp affären; ofta är dock ett eller flera värdepappersinstitut inblandade på något sätt.

Ett speciellt tillvägagångssätt för att få till stånd ett avtal om aktieförvärv är genom ett s.k. offentligt erbjudande. Detta förfarande innebär att en budgivare annonserar att han vill förvärva ett visst antal aktier till ett visst pris. Erbjudandet kan avse alla aktier (totalt förvärv) eller endast en mindre del (partiellt). Ersättningen för dessa utgörs antingen av aktier i det erbjudande bolaget (utbyteserbjudande), enbart i kontanter, eller i form av en kombination av dessa alternativ.⁴⁹

De flesta aktietransaktionerna i Sverige genomförs emellertid på Stockholmsbörsen. Viktiga aktörer på marknaden är som sagt banker och värdepappersbolag, vilka handlar antingen för kunds räkning eller för egen räkning. Hur stor del som är egenhandel är osäkert. Denna handel tros ha ökat på senare tid och bedöms uppgå till åtminstone 50%. När det gäller genomförandet av kundaffärer, har värdepappersinstituten ett antal olika möjligheter. För det första kan kundens order utföras på en marknadsplats. Vidare, om värdepappersinstitutet har ett eget handelslager av aktier, kan detta utnyttjas och affären kan därmed ske i det egna lagret. Numera är det även vanligt att instituten har ett eget internt handelssystem, där institutets kunders köp- och säljorder i första hand sammanförs. Endast om affären inte kan göras i det egna handelssystemet läggs ordern ut på marknaden.

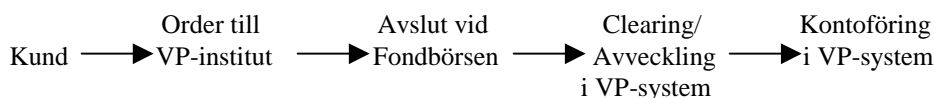
⁴⁷ På den svenska pennig- och valutamarknaden görs affärerna oftast upp per telefon. Afrell m.fl., 1998 s 79.

⁴⁸ OTC, (eng) *over the counter*.

⁴⁹ För dessa förfaranden saknas i svensk rätt direkt tillämpliga regler som påverkar förloppet. Ur en rättslig synvinkel framstår aktieförvärven som relativt okomplicerade. I praktiken uppstår emellertid svårlösta problem som en följd av en mängd motstridiga intressen som ska beaktas. På området finns dock självreglering, exempelvis NBK:s rekommendation (1999) om offentliga erbjudanden.

4.2 En affär på Stockholmsbörsen

I syfte att underlätta följande avsnitt redogörs härmed för de olika leden av en affär på en marknadsplats, i detta fall Stockholmsbörsen. En aktieaffär genomgår flera led innan affären är avslutad och kunden har avräkningsnotan i sin hand. I stora drag ser processen ut enligt följande:



En kund bestämmer sig för att köpa eller sälja aktier. Han tar därmed kontakt med ett värdepappersinstitut för att lämna en order. Ett alternativ, vilket numera blir allt vanligare, är att använda sig av Internet. Kunden kan här direkt lägga in sin order utan några som helst kontakter på bank eller värdepappersinstitut. De nya s.k. onlinemäklarna blir allt fler och fler. En förklaring till denna tendens är sänkningen av transaktionskostnaderna. Jämfört med de traditionella aktiemäklarna som fördyrar och försenar köprocessen, är detta tillvägagångssätt mycket smidigare och effektivare.

Ordern kan var utformad på olika sätt. Kunden anger oftast ett bestämt pris, d.v.s. bästa möjliga kurs till vilken han värderar aktierna som ska köpas eller säljas. Han kan även ange ett prisintervall. Vidare förekommer även andra komplicerade uppdrag – aktieaffärer i kombination med derivataffärer i syfte att spekulera eller täcka risker.⁵⁰

Nästa steg är för mäklaren att lägga in ordern i systemet. SAXESS-systemet fungerar på så sätt, att inlagda order matchas automatiskt utan att mäklaren behöver kontakta motparten. Ordern ligger kvar i systemet tills det finns motsvarande order att göra avslut mot i orderboken. Systemet arbetar således med automatik och det finns ingen möjlighet att välja sin motpart. Det andra sättet är manuell avslutsregistrering. Vid en direkt affär mellan två parter, eller då en börsmäklare genomför en inbördes affär i eget lager, har mäklaren en skyldighet att anmäla avslutet till SAX, vilket ska ske snarast möjligt.⁵¹ Det vanligaste är emellertid att avslut sker i systemet. I avtalsrättsliga termer kan vi närmast tala om att anbud och accept sker i enlighet med AvtL 1 kap 1 §. För ett avslut krävs minst en köpare och en säljare som är överens om priset. Kurserna ändras ständigt i systemet. Så fort en köpare är beredd att betala en högre kurs eller en säljare är beredd att acceptera en lägre kurs sker en kursförändring i kursboken. I SAX-systemet ser avslutet ut enligt följande:⁵²

⁵⁰ *Derivatinstrument* kan i vid mening sägas vara finansiella avtal, vars värde beror på en eller flera underliggande tillgångar eller index på sådana tillgångar. Tillgångarna kan bl.a. vara aktier, valuta,, räntebärande papper samt råvaror. I Sverige är terminer, optioner och swappar de vanligaste derivatinstrumenten.

⁵¹ Jfr. LVR 1 kap. 7a § om anmälningsskyldighet samt LBC 4 kap. 4 §.

⁵² <http://www.omgroup.com/transations/trading/tp>.

I orderboken före registrering kan vi se att CAR vill köpa 1500 LME B till 222,50 kr. Samtidigt har MAT lagt en säljorder på 500 LME B till samma pris. Följaktligen sker ett avslut på 500 aktier till 222,50. Kvarstående i orderboken blir CAR:s köporder, 1000 aktier.

Före avslut

Bid Member	OL	Bid Volume	Bid	Ask	Ask Volume	OL	Ask Member	Last	TL
CAR		1 500	222,50	223,00	1 400		MLI	223,00	100
BTI		10 000	222,50	223,00	5 000		EPF	223,00	
SEB		25 000	222,50	223,00	1 945		SEB	222,50	
CAR		10 000	222,50	223,00	5 000		SHB	222,50	
SHB		25 000	222,50	223,00	8 000		ARO	223,00	
SHB		7 000	222,50	223,00	1 000		AGN		

B/S	Amount	Instrument	Price	Q Amount	Cond.	OL	Reference
S	500	LME B	222,50				KALLE
Expiry date							
1999-02-01							
							Enter
							Close

Efter avslut

Instrument	Price	Amount	Buyer	Seller	Time	Type	Del	Id	Internal
LME B	222,50	500	CAR	< MAT	15:24:19	A		55	
ASTR A	168,00	1 000	DEU	< ARO	15:24:17	A		97	
LDEX	263,00	100	SEB	> SEB	15:24:15	A		74	I
NCOM B	316,50	500	SBN	< AZA	15:24:15	A		63	
OMG	103,00	200	AZA	< EPF	15:24:07	A		76	
ASDO	152,50	200	INT	< NET	15:24:05	A		19	
ASDO	152,50	800	ABG	< NET	15:24:05	A		18	
SECU B	122,50	4 000	SWB	> SWB	15:24:04	A		18	I
IBS B	166,00	900	HQF	< SWB	15:24:03	A		17	
FSPA A	212,00	50	AGN	> SWB	15:24:02	A		56	
FSPA A	212,00	50	AGN	> SBN	15:24:02	A		55	
ASTR B	166,50	1 000	DEU	< BGM	15:24:02	A		35	
ASTR A	168,00	2 000	DEU	< SEB	15:24:01	A		96	

Bid Member	OL	Bid Volume	Bid	Ask	Ask Volume	OL	Ask Member	Last	TL
CAR		1 000	222,50	223,00	4 400		EPF	222,50	100
BTI		10 000	222,50	223,00	1 945		SEB	223,00	
SEB		25 000	222,50	223,00	5 000		SHB	223,00	
CAR		10 000	222,50	223,00	8 000		ARO	223,00	
SHB		25 000	222,50	223,00	1 000		AGN	223,00	
SHB		7 000	222,50	223,00	1 000		EPF		

Efter avslutet – affärsregistreringen - vidtas en kontroll för att se om uppgifterna stämmer överens med villkoren för affären som utförts för två clearingmedlemmars räkning. Detta förfarande kallas *matchning* och är nödvändigt för att affärsregistreringen skall bli föremål för fortsatt hantering.

Vid detta förfarande kontrolleras följande matchningsposter:

- clearingidentiteter
- avslutsdag
- likviddag
- värdepappersslag och typ av värdepapper
- antal aktier /nominellt belopp
- likvidbelopp och avvecklingsvaluta

Samma dag, efter det att kontrollen gjorts, skickar kommissionären en avräkningsnota till sin kommittent (slutkunden) innehållande uppgifterna om affären, LVR 3 kap. 9 §

Efter matchning skall leverans och likvid ske. Med andra ord är det i detta skede som *clearing och avveckling* kommer in i förfarandet.⁵³ Med avveckling avses fullgörande av parternas förpliktelser att betala eller leverera finansiella instrument genom överföring. Det är tveksamt ifall matchning kan sägas ingå i denna del av processen. Det är dock av stor betydelse att på ett tidigt stadium se till att alla oklarheter upptäcks och undanröjs genom vidtagande av nödvändiga åtgärder. Skulle uppgifterna visa sig inte överensstämma finns en möjlighet till motbokning åtföljd av en korrekt registrering.

När det gäller clearing och avveckling finns det till skillnad från kontoföringen ingen detaljerad lagstiftning. Genom anslutningsavtalen får clearingmedlemmarna i stället följa clearingorganisationens regler. I VPC-systemet finns olika clearingfunktioner. För aktiemarknaden finns två olika sätt, *garantclearing* och *realtidsbruttoavveckling*.⁵⁴

Vid en säljorder gör det kontoförande institutet ett uttag från placerarens vp-konto och registrerar sedan en leverans till motparten. Registrering kan göras direkt i VPC-systemet eller via filöverföring från KI:s eget datasystem.⁵⁵ Motparten registrerar därmed en matchande beställning och gör en insättning på köparens vp-konto.

En viktig fråga är hur lång tiden är mellan avslut på börsen och själva avvecklingen. För att minimera riskerna vid handeln på finansmarknaden är det av stor vikt att tiden här emellan är så kort som möjligt. Det kan hända att säljaren av någon anledning inte kan leverera de sålda aktierna. Om köparen på grund av en avtalad vidareförsäljning måste göra ett nytt förvärv, är risken stor att han får betala ett högre pris. Ju längre tid som förflyter mellan avslut och avveckling, desto större är risken för kursförändringar.⁵⁶

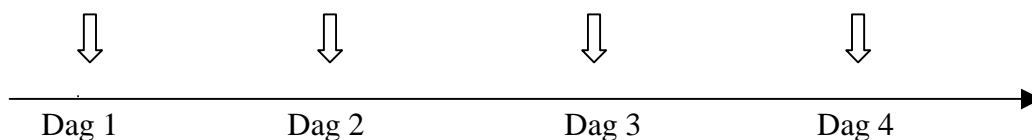
⁵³ Beträffande clearingverksamhet, se avsnitt 3.2 samt LBC 1 kap. 4 §.

⁵⁴ *Garantclearing* innebär att garantier ställs för likvidavvecklingen för de clearingmedlemmar som inte är banker. Ett KI som inte är likvidbank måste anlita en sådan för hantering av sina likvider och garantier. *Realtidsbruttoavveckling*, RTGS gör det möjligt att avveckla affär för affär oberoende av ordinarie avveckling. För att vara likvidbank krävs innehav av konto i Riksbankens clearingsystem, RIX.

⁵⁵ VPC:s Clearing & Settlement, februari 1999, s 10.

⁵⁶ Afrell m.fl, 1998, s 81.

För närvarande ser tiderna för avvecklingsschemat ut enligt följande.⁵⁷ Inte förrän Dag 4 sker den slutliga likvid- och värdepappersavvecklingen, d.v.s. då köparen får sina aktier och säljaren erhåller köpeskillingen.



1. Avslut på börsen. Affärsregistrering och matchning.
2. Fortsatt uppföljning hos VPC.
3. 18.00 - VPC-systemet stänger för registrering av affärer med nästa dag som bokföringsdag. Preliminärt likvidutväxlingsunderlag.
4. 08.30 - Definitivt likvidutväxlingsunderlag.
12.45 - **Likvid- och värdepappersavveckling.**

På likviddagen, bokföringsdagen, sker avvecklingen av affärerna. Likviderna utväxlas via VPC:s konto i RIX (Riksbankens betalningssystem), samtidigt som värdepapperen utväxlas i VPC-systemet. I och med detta sker leverans mot betalning – Delivery Versus Payment (DVD). Utväxlingen är samtidig och kan alltså jämföras med Zug-um-Zugprincipen i den traditionella avtalsrätten.

⁵⁷ VPC:s Clearing & Settlement, februari 1999, s 11.

5. KONTOFÖRING

I kapitel 3 och 4 ovan har redogjorts dels för aktiemarknaden i stort, dels för hur den enskilda transaktionen går till. I detta avsnitt ska närmare återges hur ”förvaringen” av aktierna regleras och vad detta innebär för aktieägaren. Här skall även redogöras för vilka övriga instrument som omfattas av lagen.

I LKF finns en ingående reglering avseende s.k. avstämningsregister och aktiekonton hos en central värdepappersförvarare. Det finns även en möjlighet för aktieägaren att låta förvaltarregistrera sina aktier. Hur detta går till och vad det innebär för aktieägaren skall också undersökas.

Med hänsyn till att den enskilde för sin äganderätt till aktierna är beroende av åtgärder från företagets sida, regleras även centrala civilrättsliga regler i LKF. Ägaren saknar exempelvis möjlighet att få köpta aktier i sin besittning och är beroende av att en korrekt registrering sker. I LKF finns följaktligen detaljerade bestämmelser om registrering och rättsverkningar av dessa åtgärder.

5.1 Allmänt – lag om kontoföring av finansiella instrument

I samband med att *AKL* infördes skedde omfattande förändringar på den svenska aktiemarknaden. Vid utformningen av lagen hade lagstiftaren således uppmärksammat behovet av flexibilitet samt möjligheten att anpassa systemet till nya instrument, handelstekniker och handelsmönster. Syftet var att tillgodose nationella krav, men samtidigt inte hindra internationaliseringen av verksamheten. En tanke bakom systemet var alltså att det skulle kunna utvecklas och förbättras inom samma, eller åtminstone inom väsentligen samma legala ram. Under 1990-talet gjordes ett antal ändringar i *AKL* och drygt tio år senare ersattes lagen i dess helhet av *LKF*.⁵⁸

Det huvudsakliga syftet med *LKF* var att upplösa *VPC*:s monopol samt att göra lagen generellt tillämplig på alla slags finansiella instrument. I grunden rör det sig alltså inte om några genomgripande förändringar. Trots detta kom ändringarna till att bli så pass omfattande att ny lagstiftning tycktes vara lämpligast ur lagtekniskt hänseende.

Vid remissbehandlingen föreslog Aktiespararna att de nya bestämmelserna skulle tas in i *LBC*. Det ansågs dock att regleringen i detta fall skiljer sig från bestämmelserna i *LBC* på så sätt, att det inte endast är näringsrättsliga regler utan det rör sig om grundläggande ingrepp i den centrala civilrätten. Speciellt för systemet som regleras är att det är avsett att vara generellt tillämpligt och att det inte förutsätter att rättighetshavarna står i

⁵⁸ Prop. 1990/91:106, 1992/93:206, 1993/94:232 samt 1995/96:50.

avtalsrelation till varandra eller till en central värdepappersförvarare. Var och en som köper aktier utgivna av ett avstämningsbolag omfattas och har sakrättsligt skydd som grundas omedelbart på lag. Detta skydd ersätter det som i det konventionella systemet är förenat med besittning. Med hänsyn till kravet på säkerheten i omsättningen ansågs därmed en ingående reglering befogad även i den nya lagen.

Eftersom även andra finansiella instrument än aktier samt skuldförbindelser omfattades av bestämmelserna i AKL, utvidgades LKF och gjordes generellt tillämplig för registrering av alla slags finansiella instrument. FI föreslog att ett parallellt system skulle införas, ett immaterialiserat system med fullständigt respektive begränsat avstämningsförbehåll där emittenten skulle ha ett visst ansvar. Förslaget godtogs dock inte. Det skulle inte bara bli för svåröverskådligt med en sådan komplicerad struktur, det skulle dessutom innebära ett steg tillbaka i utvecklingen. Att utländska immaterialiserade värdepapper accepteras i systemet är motiverat av andra skäl.⁵⁹

5.2 Avstämningsregister och avstämningskonton

5.2.1 Avstämningsregister

Enligt 4 kap. 1 § består ett avstämningsregister av avstämningskonton som läggs upp för ägare av finansiella instrument. Registret är datoriserat och förs med hjälp av automatisk databehandling.⁶⁰ Registreringen sker med stöd av avtal mellan å ena sidan den centrala värdepappersförvararen och å andra sidan emittenten eller en utländsk central värdepappersförvarare om instrumenten utfärdats i ett annat land än i Sverige, LKF 4 kap 4 § 1 st.

Det skall finnas ett register för varje bolag. Precis som AKL är även LKF obligatoriskt tillämplig på alla avstämningsbolag beträffande aktier samt övriga rättigheter som uppräknas, LKF 4 kap. 2 §. För övriga kategorier av rättigheter är lagstiftningen tillämplig endast om emittenten begär det. Lagstiftaren var av den uppfattningen, att om systemet skulle medföra några rationaliseringsvinster, borde samtliga avstämningsbolag ingå där.⁶¹ För aktier i svenska bolag som inte är avstämningsbolag, finns det däremot ingen som helst möjlighet att få dessa registrerade i ett avstämningsregister.

Registret hos VPC består av en *daglig journal* samt *konton* för ägare av värdepapper. Registrering vidtas genom en anteckning i den dagliga journalen och, sedan samtliga villkor för registrering har uppfyllts, genom slutlig anteckning på ett konto i avstämningsregistret. Syftet med dessa

⁵⁹ Se nedan, avsnitt 5.2.2.

⁶⁰ Enligt samma bestämmelse är den centrala värdepappersförvararen personuppgiftsansvarig enligt personuppgiftslagen (1998:204) för den behandling av uppgifter som värdepappersförvararen utför.

⁶¹ Prop. 1988/89:152 s 77.

regler enligt AKL, vilka i och för sig var anpassade till VPC:s system, var främst grundat på den funktion och rättsverkan de olika registreringarna hade. Numera finns det dock inga regler för hur ett avstämningsregister skall vara uppbyggt. Eventuella konkurrenter till VPC har alltså möjlighet att skapa nya och alternativa kontoföringsformer.⁶²

Parallellt med avstämningsregistret skall enligt ABL 4 kap 7 § och 8 § 3 st. 1p. den centrala värdepappersförvararen föra en *aktiebok*. Innehållet i denna kommer till stor del att hämtas från avstämningsregistret och därmed överensstämma med innehållet i detta. Det finns emellertid krav på vissa uppgifter i avstämningsregistret, vilka enligt ABL inte skall föras in i aktieboken.

5.2.2 Vilka rättigheter kan kontoföras?

Såsom framgått ovan kan i princip endast dematerialiserade finansiella instrument kontoföras enligt 1 kap 1 §. Bestämmelserna i AKL avsåg huvudsakligen aktier, andra ensidiga skuldförbindelser avsedda för allmän omsättning samt vissa andra särskilt angivna instrument. Vägledande för lagstiftaren när det gällde vilka instrument som skulle omfattas var följande. De civilrättsliga verkningar som var knutna till innehavet av ett löpande skuldebrev skulle i det nya systemet knytas till registrering i avstämningsregistret. Det var därför lämpligt att det kontobaserade systemet omfattade sådana rättigheter som tills dess hade representerats av värdepapper med de civilrättsliga egenskaper som utmärker ett löpande skuldebrev.

I första hand gällde det aktier och vissa i ABL reglerade rättigheter som kan sägas vara i förstadiet till att utgöra fullt utbildade aktierätter (se nedan). Senare, i samband med ändringar i AKL år 1994, fick VPC rätt att besluta att även andra finansiella instrument än de i lagen skulle få registreras i ett avstämningsregister, under förutsättning att det var tekniskt förenligt med VPC:s registreringssystemet.⁶³

Clearingutredningen behandlade frågan om huruvida fler instrument skulle kunna omfattas av systemet och påtalade att möjligheten till kontoföring av utländska immaterialiserade finansiella instrument borde ges om dessa var föremål för handel i Sverige.⁶⁴ Med hänsyn till den allt tydligare internationaliseringen på marknaden ledde bl. a. detta till ändringar i lagen. Enligt LKF kan numera även dokumentbaserade finansiella instrument som har getts ut i något annat land få kontoföras hos en central värdepappersförvarare. Innan kontoföring får ske skall det dock vara säkerställt att den fysiska handlingen inte kommer i omlopp, 1 kap. 1§. Detta löstes följaktligen med ett undantag i 4 kap. 5 §, där det som huvudregel stadgas att fysiska dokument inte får utfärdas för registrerade finansiella instrument. Handlingen som utfärdas skall i sådana fall vara

⁶² Prop. 1997/98:160 s 105.

⁶³ Prop. 1993/94:232 s 7.

⁶⁴ SOU 1993:114 s 218.

inlämnad för förvaring hos den centrala värdepappersförvararen, eller någon annanstans för detta företags räkning.

Vilka är då de rättigheter, förutom aktier, som lagen obligatoriskt *skall* tillämpas på? Mot bakgrund av de ovan redovisade övervägandena räknas i 4 kap. 2 § andra stycket följande tre aktieliknande rättigheter upp.

1. Till en början föreligger företrädesrätt för aktieägare att delta i nyemission eller fondemission av aktier. Detta är en grundläggande regel inom aktiebolagsrätten, ABL 4 kap 2 §. Huvudregeln är att företrädesrätten tillkommer aktieägarna i förhållande till det antal aktier de redan äger. Vid fondemission gäller i princip ovillkorlig företrädesrätt, förutsatt att aktierna medför lika rätt till andel i bolagets tillgångar. I annat fall styrs företrädesrätten av vad bolagsordningen föreskriver. När det gäller nyemission finns viktiga undantag. Dels gäller huvudregeln endast vid kontantemission och inte vid apportemission, dels kan den vid kontantemission sättas ur spel, antingen genom bolagsordningen eller genom emissionsbeslutet.⁶⁵

2. Den andra punkten avser den rätt som vid nyemission föreligger när en aktie har tecknats men tilldelning av aktien ännu inte ägt rum, jfr ABL 4 kap. 9 §. Vid fondemission förekommer inte någon aktieteckning, ABL 4 kap. 16 §.

3. Slutligen omfattas rätten på grund av en aktieteckning som har skett enligt villkoren vid en emission av skuldebrev förenade med optionsrätt vid nyteckning.⁶⁶ Själva optionsrätten omfattas däremot inte av förevarande bestämmelse, men kan registreras som skuldförbindelse i enlighet med 4 kap. 3 §.

De rättigheter som *får* kontoföras i systemet anges i 4 kap. 3 §. Det rör sig alltså om ensidiga skuldförbindelser och generellt beträffande andra finansiella instrument avsedda för allmän omsättning. Vad som sägs om ensidiga skuldförbindelser i LKF gäller således även övriga finansiella instrument.

5.2.3. Betydelsen av eventuella skriftliga dokument i kontosystemet

Grunden för hela systemet är att rättigheterna inte skall representeras av skriftliga dokument. Av förbudet i 4 kap. 5 § framgår, att för finansiella instrument som registreras enligt lagen, inga handlingar får utfärdas, vare sig det är aktiebrev, emissionsbevis, skuldebrev eller andra motsvarande

⁶⁵ Rodhe, 1999, s 56. Genom speciallagstiftning, den så kallade Leo-lagen, lag (1987:464) om vissa riktade emissioner, har särskilda regler skapats för riktade emissioner till personer med ledande befattningar i aktiemarknadsbolag. Dessa regler kommer eventuellt att arbetas in i ABL.

⁶⁶ Pettersson, 1990, s 19.

handlingar. Har en sådan handling utfärdats, gäller den inte som förbindelse och medför därmed inte heller de rättsverkningar som i vanliga fall är knutna till dokumentet. Inte heller bestämmelserna i ABL gäller för en sådan handling, exempelvis ABL 3 kap. 6 §. Det sagda innebär dock inte nödvändigtvis att ett sådant dokument helt saknar rättslig betydelse. Det kan precis som andra urkunder åberopas som skriftligt bevis för att styrka ett visst sakförhållande, exempelvis att en aktierätt upplåtits till en viss person. Vilket bevisvärde som skall tillmätas dokumentet får i sådan fall avgöras enligt den fria bevisvärderingens princip.⁶⁷

Skriftliga dokument har betydelse även i andra sammanhang än som bevisföremål. I samband med att ett aktiebolag övergår till att bli ett avstämningsbolag har aktiebrev en legitimerande funktion för aktieägaren. Behörighet att för första gången antecknas som aktieägare eller förvaltare på ett avstämningskonto tillkommer den som visar upp ett aktiebrev enligt ABL 3 kap. 6 §, eller på annat sätt styrker sitt förvärv, LKF 4 kap 6 §. I och med detta skall den centrala värdepappersförvararen, eller enligt LKF 4 kap. 14 § ge i uppdrag åt ett KI att makulera aktiebrevet på betryggande sätt. Makulerade dokument skall förvaras, i original eller kopia, av den centrala värdepappersförvararen i minst tio år, LKF 4 kap. 13 §. Kravet på makulering gäller även i fråga om interimbevis och emissionsbevis som utfärdats av aktiebolag innan lagen blev tillämplig på bolaget. I följande bestämmelser, LKF 4 kap. 7-9 §§, finns motsvarande regler för andra rättigheter och skuldebrev, vilka utfärdats innan lagen blev tillämplig på rättigheterna eller förbindelserna.

5.2.4. Upphörande av registrering

Finansiella instrument kan av olika anledningar upphöra att vara registrerade i ett avstämningsregister hos en central värdepappersförvarare. Det kan t.ex. vara så att avstämningsförbehållet tagits bort eller att avtalet mellan den centrala värdepappersförvararen och emittenten helt enkelt har upphört att gälla. I sådana fall är den centrala värdepappersförvararen skyldig att lämna uppgifter beträffande innehållet i samtliga avstämningskonton, LKF 4 kap. 15 §. Uppgifterna skall lämnas till emittenten eller till annan central värdepappersförvarare som emittenten anvisar. Den centrala värdepappersförvararen skall även underrätta samtliga kontohavare och innehavare av rättigheter om upphörandet av registreringen.⁶⁸

⁶⁷ Rättegångsbalken (1942:740) 35 kap. 1 §.

⁶⁸ Se beträffande byte av central värdepappersförvarare, prop. 1997/98:160 s 92. Det är angeläget att VPC så långt som möjligt medverkar till bytet, trots att detta inte ligger i företagets intresse. Såsom påpekats ovan kan säkerligen ett ingripande av Konkurrensverket ske ifall VPC skulle utnyttja sin ställning i syfte att försvåra ett byte.

5.2.5. Avstämningskonton

Av LKF 4 kap. 16 § framgår att varje innehavare av finansiella instrument som registreras enligt lagen skall ha ett eller flera avstämningskonton, förutsatt att dessa inte är förvaltarregistrerade enligt LKF 3 kap.⁶⁹ Lagen skiljer alltså på ägarkonton och förvaltarkonton. Ett vp-konto är ett konto som innehåller en sammanställning av ett eller flera avstämningskonton i ett eller flera avstämningsregister.⁷⁰ Kontot öppnas enklast med hjälp av ett KI. Det står aktieägaren fritt att välja vilket institut han vill ha; det får således viss betydelse för hans möjlighet att på ett enkelt sätt råda över aktierna.

Ett avstämningskonto beträffande samtliga finansiella instrument skall innehålla en mängd information, LKF 4 kap.17 §. Där måste bland annat framgå ägarens namn, adress, personnummer eller annat identifieringsnummer (organisationsnummer för företag) samt postadress. Förutom dessa grundläggande uppgifter om ägaren samt antalet finansiella instrument, skall även eventuella panthavare antecknas, om pantsättning eller annan särskild rätt belastar något finansiellt instrument. Ytterligare uppgifter skall anges i de fall då kontohavaren av någon annan anledning, exempelvis på grund av konkurs, inte fritt kan förfoga över sin egendom.

I LKF 4 kap. 18 § stadgas om fler uppgifter som speciellt för aktier skall anges på ett avstämningskonto. Det gäller information som tidigare framgick av själva aktiebrevet: aktiens nominella belopp, huruvida full betalning har erlagts till avstämningsbolaget, till vilket slag varje aktie hör, t.ex. till exempel stam- eller preferensaktie m.m. Vidare skall anges om lösningsförbehåll eller annan inskränkning enligt lag gäller för aktien.

5.3 Förvaltarregistrering

Bakgrund

Förvaltarregistrering – d.v.s. registrering i ägarens ställe av en bank eller värdepappersbolag som förvaltar dennes finansiella instrument – infördes ursprungligen genom 1970 års lagstiftning om förenklad aktiehantering. Bakgrunden till detta alternativ var framför allt den stora mängd aktieposter som förvarades i depå hos banker och andra fondkommissionärer.⁷¹ Vid AKL:s tillkomst utvidgades systemet till att även omfatta skuldförbindelser, och i samband med 1996 års ändringar gjordes reglerna om förvaltare generella; både svenska och utländska förvaltare kan numera få tillstånd att vara förvaltare, såväl med avseende på aktier som beträffande andra finansiella instrument – och detta oberoende av var ägaren är bosatt.

⁶⁹ Om förvaltarregistrering, se nästa avsnitt.

⁷⁰ Enligt AKL var det nödvändigt, att om exempelvis en person ägde aktier i tio olika bolag, denne var tvungen att ha tio olika aktiekonton. Se prop. 1988/89:152, s 99. VPC justerade dock systemet genom att i stället införa ett enda konto gentemot aktieägaren.

⁷¹ För möjlighet till förvaltarregistrering av ett utländskt värdepappersbolag vid denna tid krävdes att aktier i ett visst avstämningsbolag var föremål för handel vid utländsk fondbörs, samt att aktieägaren var bosatt utomlands. Pettersson, 1990, s 56.

Förvaltaren

Vilka kan vara förvaltare och vad gäller för dessa aktörer? I stället för FI är det nu den centrala värdepappersförvararen som avgör vilka som ska anses uppfylla kraven att vara förvaltare och som därmed ger dessa institut tillstånd, LKF 3 kap 7 §. Endast juridiska personer, vilka enligt 2 § kan få tillstånd som KI och vidta registreringsåtgärder för annans räkning, kan få tillstånd som förvaltare. Kretsen är i dessa fall identisk men företagen behöver inte nödvändigtvis utöva båda verksamheterna parallellt. Även här gäller följaktligen de grundläggande principerna om neutralitet och fritt tillträde. Tillståndet kan förenas med särskilda villkor för att tillgodose allmänna och enskilda intressen, och det kan dessutom återkallas om villkoren åsidosätts eller förutsättningarna för medgivandet inte längre föreligger.

Innebörden och regleringen av förvaltarregistrering

Bestämmelsen om att förvaltare kan föras in i aktieboken i stället för aktieägaren finns i ABL 3 kap. 10 §. Den huvudsakliga skillnaden mellan förvaltarregistrerade aktier och aktier registrerade på ägaren själv är att förvaltarregistrering medför att aktierna endast utgör en finansiell tillgång för ägaren. Rätt att delta i och rösta på bolagsstämman tillkommer enligt ABL:s bestämmelser endast den aktieägare som är införd i aktieboken. Vid förvaltarregistrering är inte aktieägaren själv införd. Enligt reglerna i ABL kan därför en sådan aktieägare varken själv eller genom förvaltaren eller något annat ombud företräda dessa aktier vid stämman. Skulle ägaren vilja delta i en bolagsstämma finns det dock en möjlighet att på begäran föras in i aktieboken. Införingen är endast tillfällig. När bolagsstämman är slut, skall aktieägaren åter föras av från aktieboken, ABL 10a §.⁷²

En förvaltare skall ha ett eller flera avstämningskonton för de finansiella instrument som han förvaltar, LKF 3 kap. 8 §. I lagen anges även vilka uppgifter ett avstämningskonto för förvaltarregistrerade aktier och andra instrument skall innehålla. Förutom förvaltarens firma, organisationsnummer eller annat identifieringsnummer, skall det finnas en anmärkning om att instrumentet förvaltas för annans räkning. När det gäller aktier skall även åtskilliga uppgifter om aktierna anges, bl.a. aktiens nominella belopp, huruvida full betalning erlagts till bolaget, till vilket slag varje aktie tillhör, om den kan omvandlas till en aktie av annat slag samt om det finns förbehåll eller inskränkningar i rätten att fritt förfoga över aktien. Beträffande rättsverkan av registrering av förvaltarregistrerade finansiella instrument tillämpas enligt 3 kap. 10 § vad som sägs i 6 kap.⁷³ Det som där sägs om ägaren skall äga motsvarande tillämpning på förvaltaren. I ett fall görs för förvaltarregistrerade aktier ett undantag vad gäller registreringens rättsverkan, LKF 3 kap. 10 §. Om förvaltaren underrättas om att ett finansiellt instrument har överlåtits eller pantsatts, inträder samma

⁷² Vill aktieägaren utöva någon annan rättighet som tillkommer aktieägare i bolaget, t.ex. klandra ett bolagsstämmobeslut, måste han däremot låta förvaltarregistreringen upphöra och låta sig själv införas i aktieboken. Jfr ABL 3 kap. 14 §.

⁷³ Se nedan avsnitt 5.5.

rättsverkan som om registrering vidtagits i avstämningsregistret. Härmed räcker alltså denuntiatio för sakrättslig verkan.

I vissa fall är förvaltarregistrering inte tillåtet utan samtycke av parter som på något sätt berörs av rättigheten. Enligt 3 kap. 11 § gäller att aktier, som är pantsatta eller utmäta, inte får förvaltarregistreras utan panthavarens respektive kronofogdemyndighetens samtycke. Om en sådan aktie är förvaltarregistrerad kommer pantsättningen att framgå endast av förvaltarens bokföring men inte – såsom vid direkt ägarregistrering – av själva aktiekontot i avstämningsregistret. Med hänsyn till denna skillnad i publicitetsreglerna har det ansetts att samtycke bör krävas för förvaltarregistrering.

Uppgiftsskyldighet

En förvaltare har på begäran av en central värdepappersförvarare en skyldighet att lämna uppgifter om de aktieägare vars aktier han förvaltar. På detta området skärptes lagstiftningen i samband med att AKL infördes. Enligt den tidigare lagstiftningen gällde skyldigheten endast för de aktieägare som hade mer än 500 aktier i samma aktiebolag registrerade i förvaltarens namn. Numera är förvaltaren skyldig att lämna uppgift om alla aktieinnehav som är registrerade i förvaltarens namn, oavsett storleken på innehavet. Uppgifter kan röra såväl aktieägaren, d.v.s. dennes namn och personnummer som antalet aktier, vilket slag dessa är av o.s.v.

Inte bara en central värdepappersförvarare, utan även avstämningsbolaget kan genom den centrala värdepappersförvararen kräva in uppgifter om bolagets aktieägare. Dessa har alltid rätt att få tillgång till sådana uppgifter om aktieägarna som har lämnats till den centrala värdepappersförvararen, LKF 3 kap. 12 § 2-3 st.

Enligt 3 kap. 13 § ska det hos den centrala värdepappersförvararen för varje avstämningsbolag finnas en sammanställning över aktieägare med mer än 500 förvaltarregistrerade aktier i bolaget. Sammanställningen skall innehålla uppgifter som anges i 12 § och får inte vara äldre än sex månader. En utskrift skall hållas tillgänglig för var och en, dels hos bolagets huvudkontor, dels hos den centrala värdepappersförvararen. Mot en viss ersättning för kostnaderna har var och en rätt att få en utskrift av sammanställningen hos den centrala värdepappersförvararen.

Dessa skyldigheter för förvaltare och värdepappersförvarare, att lämna uppgifter samt att hålla en förteckning av förvaltarregistrerade aktier tillgänglig, har samband med den svenska *principen om aktiebokens offentlighet*. Motsvarande regler förekommer sällan i andra länder, men för aktieägare i andra länder gäller vanligtvis att dessa har möjlighet att ta del av uppgifter om vilka andra aktieägare som finns i bolaget.⁷⁴ Den svenska aktiebokens offentlighet anses huvudsakligen fylla två funktioner. Dels

⁷⁴ I prop. 1997/98:160 ifrågasattes huruvida det fanns anledning att överge denna grundläggande princip. Offentligheten medför således en möjlighet för vem som helst att få insyn i andras ekonomiska förhållanden, vilket dessutom kan utnyttjas i brottsligt syfte. Även med hänsyn till det växande internationella samarbetet kan en ändring visa sig vara nödvändig, s 125.

gäller även här att varje aktieägare ska kunna få reda på vilka andra som äger aktier i bolaget (intresset kan i viss utsträckning göra sig gällande för den som utan att redan vara aktieägare i ett bolag avser att bli det), dels är det ett sätt att åstadkomma en insyn från allmänheten i syfte att kartlägga maktförhållandena i näringslivet och därmed minska möjligheten att använda aktiebolag som bulvaner.⁷⁵

5.4 Registreringsåtgärder

5.4.1. Prövning – förutsättningar för registrering

När ett förhållande som skall framgå av ett avstämningskonto, och registreras enligt LKF, har anmälts till ett KI eller en central värdepappersförvarare, skall den registreringsåtgärd som anmälan föranleder genast vidtas av institutet. Den centrala värdepappersförvararen vidtar registreringsåtgärder med anledning av anmälningar från statliga myndigheter, oftast beträffande konkurs, utmätning, kvarstad eller betalningssäkring.⁷⁶ I övrigt, beträffande andra transaktioner och åtgärder, är det i huvudsak de kontoförande instituten som har hand om registreringen.

Då registreringsåtgärderna är av avgörande juridisk betydelse, är det viktigt vilket KI som har rätt att företa registreringar. Ingen ledning beträffande denna fråga ges i lagstiftningen. Som en huvudregel torde dock gälla att det är endast det KI som öppnat kontot som har rätt att genomföra registreringar på kontot.⁷⁷ Skulle registreringen avse en rättighet till förmån för kontohavaren, d.v.s. en kreditering, bör även annat KI kunna vidta registreringen. Ett annat KI kan även med stöd av en fullmakt från kontohavaren vidta sådana registreringar. Registreringsåtgärder med anledning av nyemission av aktier, primära registreringsåtgärder för aktier som ännu inte varit föremål för handel på marknaden, sköts av det KI som avstämningsbolaget bestämmer. Antingen kan bolaget låta öppna nya konton för de emitterade rättigheterna eller helt enkelt låta registrera dessa på redan befintliga konton.⁷⁸

När det gäller själva prövningen är det förutom i de ovan nämnda fallen enligt LKF 4 kap. 6-12 §§, inte längre möjligt att legitimera sig med hjälp av aktiebrev eller andra liknande skriftliga dokument. I stället måste KI med hjälp av registreringsuppgifter och förvärvshandlingar försäkra sig om att de formella förutsättningarna är för handen. Det kan inte anses ankomma på de kontoförande instituten att göra någon undersökning av det bakomliggande materiella rättsförhållandet mellan överlåtare och förvärvare. Skulle

⁷⁵ Rodhe, 1999, s 150 f.

⁷⁶ Det är uppgifter som enligt 4 kap. 17 § 6 p. skall framgå av ett avstämningskonto. Se avsnitt 5.5.5.

⁷⁷ Jfr. AKL 4 kap. 1 §.

⁷⁸ Pettersson, 1990, s 32.

emellertid institutet känna till att en materiell ogiltighetsgrund föreligger, skall registrering vägras.⁷⁹

Det kan hända att en anmälan är ofullständig men att bristen på ett enkelt sätt kan avhjälpas. I sådana fall skall anmälaren föreläggas att inom en vecka från föreläggandet komplettera sin ansökan, LKF 5 kap. 2 §. Det kan t.ex. vara fråga om behörighetshandlingar som behöver kompletteras. Uteblir komplettering är registreringen av anmälan utan verkan. Konsekvenserna av att föreläggandet inte följs bör framgå av detta.⁸⁰ Vidare ges det institut som vidtar en registreringsåtgärd en möjlighet till självrättelse, 5 kap 4 §. En registrering som innehåller en uppenbar oriktighet på grund av skrivfel, räknefel, annat liknande förbiseende eller tekniskt fel, skall rättas av institutet. I detta sammanhang skall den vars rätt berörs, beredas möjlighet att få yttra sig. Skulle rättelsen vara till fördel för rättighetshavaren eller annars uppenbart obehövt, behöver denne följaktligen inte höras.⁸¹

En begäran om registrering på ett avstämningskonto skall avslås i de fall då förutsättningarna för registrering inte föreligger samt då en komplettering inte har skett eller helt enkelt inte är tillräcklig för att uppfylla kraven för registrering, LKF 5 kap. 3 §. Sökanden skall skriftligen underrättas om beslutet samt skälen för detta.⁸²

5.4.2 Vid vilken tidpunkt skall en registreringsåtgärd vidtas?

Eftersom viktiga rättsverkningar är knutna till registreringen är det av stor betydelse när en registreringsåtgärd vidtas. Enligt LKF 5 kap. 1 § skall anmälningar om sådana förhållanden som skall framgå av ett avstämningsregister *genast* vidtas. Att denna föreskrift alltid uppfylls bokstavligen är emellertid omöjligt, eftersom tusentals anmälningar inflyter samtidigt. I förarbetena till den nya lagen föreslogs därför en uppmjukning av rekvisitet till ”utan dröjsmål”, främst med tanke på att det inte är lika brådskande med alla slags registreringar.⁸³ Med hänsyn till att så pass viktiga rättsverkningar är kopplade till registreringen, är det dock av stor vikt att ställa stora krav på att registrering av äganderättsövergångar och andra förhållanden som skall framgå av registret sker snabbt.

Betydelsen av att en registreringsåtgärd sker snarast möjligt framgår inte minst av reglerna om ersättningsansvar för fel i samband med förande av avstämningsregister enligt LKF 7 kap. 2 §. Vid registreringen skall även tidpunkten anges för när registreringen vidtogs.⁸⁴ Slutligen, när samtliga villkor för registrering är uppfyllda i avstämningsregistret, skall registrering ske på ett avstämningskonto, LKF 5 kap. 1 § in fine.

⁷⁹ Prop. 1988/89:152 s 104.

⁸⁰ Pettersson, 1990, s 33.

⁸¹ Jfr 26 § förvaltningslagen., vilken har fungerat som förebild.

⁸² Se LKF 10 kap. om överklagande.

⁸³ Prop. 1997/98:160 s 105.

⁸⁴ I sin kommentar till AKL (där tidpunkt ej behövde anges) föreslog Pettersson att inget hindrade att även tidpunkten angavs. Pettersson, 1990, s 26. Tidpunkten kan vara av avgörande betydelse för att avgöra vem som i vissa situationer förlorar rätten till aktierna.

5.5 Rättsverkan av registrering

5.5.1. Allmänt

Löpande värdepapper har under mycket lång tid tjänat som bärare av olika rättigheter. Vid en övergång från detta traditionella system till ett system där rättsverkningarna knyts till registrering, är steget stort och ger samtidigt upphov till intressanta civilrättsliga frågeställningar. De civilrättsliga reglerna i AKL var till stor del avsedda att motsvara bestämmelserna i skuldebrevslagen, dock utformade för att effektivisera en masshantering av finansiella instrument. Denna anpassning innebar emellertid inte att reglerna i AKL inte skulle vara tillämpliga då två parter direkt gjorde en affär med varandra utanför en börs.

I samband med införandet av LKF strävade lagstiftaren efter att utforma bestämmelserna om rättsverkan av registrering så generellt som möjligt, främst med hänsyn till uppkomsten av nya kontoföringssystem i framtiden. Eftersom AKL:s regler ansågs uppfylla dessa grundläggande krav, och dessutom fungerat väl under de år lagen varit i kraft, ansågs några större ingrepp och ändringar inte vara nödvändiga. Dessutom var ett annat argument, att marknadens aktörer - under de tio år lagen varit i kraft - anpassat sig till gällande regelsystemet.

5.5.2. Behörighet att förfoga över en aktie

Av ABL 3 kap. 8 § och 14 § framgår bl.a. de rättigheter en aktieägare har i förhållande till *bolaget*. Det gäller exempelvis rätten att mottaga utdelning och att utöva företrädesrätt vid nyemission. I LKF 6 kap. 1 § stadgas däremot en legitimationsregel som gäller gentemot *annan* än avstämningsbolaget (jfr skuldebrevslagen 13 §, vilken är motsvarande bestämmelse för löpande skuldebrev i fysisk form). Denna regel tillämpas främst i samband med att någon felaktighet har uppstått i aktieomsättningen. Det kan t.ex. vara så att två personer samtidigt gör anspråk på en och samma aktie.

Den princip som bestämmelsen ger uttryck för innebär till en början, att den som är antecknad som ägare på ett konto anses, med de begränsningar som framgår av kontot, berättigad att förfoga över de finansiella instrument som finns registrerade på kontot. Bestämmelsen utgör dock inte hinder för den som anser sin rätt kränkt av att någon annan är antecknad som aktieägare att föra talan mot den senare och därvid yrka att anteckningen skall vara utan verkan. Möjligheten till framgång begränsas emellertid i hög grad av bestämmelserna om godtrosvärk.

5.5.3 Skyddet mot överlåtarens borgenärer

Frågan, huruvida en förvärvare är skyddad mot överlåtarens borgenärer, besvaras olika i olika rättsordningar. I svensk rätt har vi ett antal principer gällande borgenärsskydd i samband med överlåtelse av egendom. Dessa är utformade på olika sätt, beroende på vilken sorts egendom som överlåts. Enligt det traditionella systemet med dokumentbaserade värdepapper (lös egendom) gäller den så kallade *traditionsprincipen*.⁸⁵ Principen fastslås i SkbrL 22 § och innebär att en godtroende förvärvare vinner sakrättsligt skydd genom besittning av egendomen (aktiebreven). Det spelar således ingen roll att köparen eventuellt har tagit alla aktiebolagets tillgångar i sin besittning.

En annan princip är *avtalsprincipen*. I svensk rätt gäller den vid överlåtelse av fast egendom. Rättsverkan inträder här i samband med avtalsslutet.

Som en tredje princip har vi *inskrivningsprincipen*. Denna har sedan tidigare har gällt vid inregistrering av skepp och skeppsbyggen enligt 2 kap. 9 § sjölagen (1994:1009).⁸⁶ Inskrivningsprincipen har delvis fungerat som förebild för det nya kontobaserade systemet enligt AKL.⁸⁷ Principen innebär att sakrättsligt skydd inträder mot överlåtarens borgenärer när inskrivning har sökts för förvärvet. Av LKF 6 kap. 2 § framgår att denna princip tillämpas vid kontoföring av finansiella instrument. När en anmälan om överlåtelse av ett finansiellt instrument registrerats, får instrumentet därefter inte tas i anspråk av överlåtarens borgenärer för andra rättigheter än sådana som var registrerade när anmälan registrerades. Detta innebär exempelvis att en förvärvares borgenärsskydd inte gäller mot en panthavare, under förutsättning att pantsättningen var registrerad på kontot enligt LKF 4 kap. 17 § 5 p.

Det kan till en början tyckas vara märkligt att enbart registreringen i sig skall vara avgörande i dessa fall. Bestämmelsen verkar inte hindra att den som i ond tro köper en aktie och får köpet registrerat sedan säljaren gått i konkurs, men innan konkursen hunnit registreras på säljarens konto, får sakrättsligt skydd mot borgenärerna. Det normala är annars att såväl avtalet som det borgenärsskyddande momentet, i detta fall registreringen, skall ha ägt rum före beslutet om konkurs; förvärvaren kan i annat fall bli skyddad enligt KL 3 kap. 2 § om han var i god tro beträffande konkursbeslutet. Håstad menar att ett godtroskrav uttryckligen bör införas även i denna bestämmelse såsom i 3 och 4 §§.⁸⁸ Av förarbetena till LKF framgår emellertid att det är 6 kap. 4 §, ”till skillnad från vad som gäller enligt 6 kap. 2 §”, som bland annat behandlar det fallet då en överlåtelse skett efter det

⁸⁵ Håstad Torgny, Sakrätt avseende lös egendom, Nordtstedts Juridik AB, Stockholm, 1996, s 57.

⁸⁶ Gamla sjölagen (1891:35) 19 §.

⁸⁷ Prop 1988/89:152 s 111.

⁸⁸ Håstad, 1996, s 254.

att överlåtaren försatts i konkurs.⁸⁹ För att bringa någon klarhet bör enligt min mening dessa bestämmelser läsas tillsammans. Förmodligen är det uteslutande syftet med 2 § att endast lagfästa och förtydliga själva inskrivningsprincipen.

Å andra sidan kan, som en följd av inskrivningsprincipen, förvärvaren hamna i en sådan situation att han förvärvar aktierna innan dess att överlåtaren går i konkurs, men inte hinner få förvärvet registrerat innan beslutet om konkurs registreras på kontot. Följaktligen innebär det förlust av separationsrätt i konkursen.

Vad gäller förhållandet till UB uppstår inga problem på grund av hänvisningen till LKF. Enligt UB 4 kap. 30 § 4 st. får utmätning av aktie registrerad på aktiekonto inte verkan genom utmätningens beslut utan först genom registrering av utmätningen enligt LKF. Utmäts en förvaltarregistrerad aktie inträder förmånsrätten i stället genom underrättelse till förvaltaren, precis som om denne hade säljarens aktier i sin besittning.

Skyddet mot borgenärerna gäller endast då förvärvet skett genom överlåtelse, d.v.s. köp, byte eller gåva. Har förvärvet däremot ägt rum genom bodelning, arv, testamente eller bolagsskifte tillämpas inte denna bestämmelse. I dessa fall bestäms skyddet mot den tidigare innehavarens borgenärer i stället av de familjerättsliga eller bolagsrättsliga regler som gäller för respektive förvärvstyp.

Borgenärsskyddet är alltså begränsat på så sätt att det endast omfattar vad överlåtaren varit behörig att överlåta. Att aktieägaren endast är behörig att förfoga över kontot med eventuella begränsningar framgår av 6 kap. 1 §.

5.5.4 Dubbelöverlåtelse

Om samma aktie har överlåtits till flera personer var för sig har, enligt 6 kap. 3 §, det förvärv för vilken anmälan om överlåtelsen registrerades först företräde (jfr 17 kap 1 § jordabalken). I händelse av att två konkurrerande förvärv registreras samma dag är det i stället tidpunkten som blir avgörande.

I andra stycket görs undantag för de fall då förvärvaren varit i ond tro, d.v.s. då han kände till eller borde ha känt till en tidigare överlåtelse, när anmälan om registreringen gjordes. Tidpunkten för när god tro ska föreligga har i samband med införandet av LKF ändrats. Enligt AKL skulle god tro föreligga vid överlåtelse tillfället för att förvärvaren skulle få en sakrättsligt skyddad äganderätt eller panträtt. Vid en jämförelse med motsvarande bestämmelse enligt det traditionella systemet, SkbrL 14 §, innebär denna ordning ett längre gående skydd för förvärvaren. Emot denna tidpunkt talade även det faktum, att köparen vid en börs eller annan marknadsplats som regel saknar möjlighet att pröva dels säljarens innehav av instrumenten, dels dennes behörighet att förfoga över dem.

⁸⁹ Prop. 1997/87:160, s 131. Om 6 kap. 4 § och brister i överlåtarens förfoganderätt, se nedan 5.5.5.

Den nya bestämmelsen innebär alltså att avgörande tidpunkt för om god tro skall föreligga är då registrering om överlåtelse sker i systemet hos den centrala värdepappersförvararen.

Av tredje stycket framgår att samma sak gäller vid ett universalfång. Detta gäller emellertid endast i de fall där konkurrens föreligger med en efterföljande överlåtelse. Är det senare förvärvet ett universalfång gäller däremot inte reglerna; då gäller principen att ett universalfång aldrig kan ge förvärvaren bättre rätt än fångesmannen hade. Det finns alltså ingen möjlighet att ett senare universalfång kan få företräde framför en tidigare överlåtelse även om det skulle registreras först.

5.5.5 Övriga brister i överlåtarens förfoganderätt

Det kan hända att en situation uppstår, då överlåtaren inte är rätt ägare till aktierna. Det kan t.ex. vara så att någon genom bedrägeri eller förfalskning lyckats bli antecknad på ett aktiekonto som ägare till dessa. I händelse av ett sådant köp, finns det möjlighet till godtrosvärv enligt 6 kap. 4 §. I likhet med föregående bestämmelse krävs därmed att förvärvaren, vid tidpunkten för registreringen, varken kände till eller borde ha känt till att överlåtaren inte ägde aktierna.

Detsamma gäller i övriga fall då överlåtaren av någon anledning skulle sakna rätten att genom överlåtelse förfoga över aktierna. Sådana rådighetsinskränkningar kan, såsom framgått ovan, uppstå i samband med en konkurs. Det kan även vara mellan bolagets ägare avtalade begränsningar i aktiernas överlåtbarhet, s.k. förköps-, samtyckes- eller förbudsklausuler. I dessa fall är köparen oftast ovetande om inskränkningarna och förvärvar därmed aktierna i god tro. Även då överlåtaren handlar under inflytande av rubbad själsverksamhet enligt lagen (1924:323) om verkan av avtal som slutits under påverkan av en psykisk störning, är godtrosvärv möjligt. Det bör påpekas att denna möjlighet inte finns enligt 14 § SkrbL.⁹⁰ Möjligen kan skillnaden i rättsläget motiveras med att lagstiftaren på senare tid strävar efter att skydda en köpare i god tro, vilket har till syfte att främja aktiehandeln.

5.5.6 Pantsättning

De ovan genomgångna bestämmelserna gäller enligt 6 kap. 7 § även vid pantsättning. En pantavare har följaktligen rätt att enligt 1 § förfoga över panträtten när den registrerats. På samma sätt har pantavaren skydd mot överlåtarens borgenärer efter det att anmälan om panträtten registrerats enligt 2 §. Vidare gäller samma möjligheter till godtrosvärv av panträtten som vid överlåtelse enligt 3 och 4 §§.

⁹⁰ Pettersson, 1990, s 43.

6. AVSLUTNING

Efter en genomgång av befintlig lagstiftning på området finns en del ting som förtjänar att påpekas. Vad gäller den näringsrättsliga lagstiftningen finns inte mycket att tillägga. Aktiemarknaden i Sverige tycks i stor utsträckning fungera bra. Finansinspektionen följer utvecklingen på marknaden och granskar de olika instituten på ett tillfredsställande sätt.

Trots den på senare år ändrade lagstiftningen och avskaffandet av monopol på olika håll, sker inga större förändringar; marknadsaktörer förblir åtminstone ett tag framöver i stort sett desamma. Det är tydligt att lagens hårda krav på tillstånd och auktorisation för dessa riskfyllda verksamheter har en begränsande effekt på antalet aktörer. Detta återspeglar sig å andra sidan i systemets stabilitet och säkerhet, vilket i sin tur bidrar till en effektiv marknad. Stockholmsbörsen har i viss omfattning fått konkurrens av de två auktoriserade marknadsplatserna AktieTorget AB och SBI Marknadsplats AB. Det rör sig emellertid inte om någon effektiv konkurrens, eftersom de mindre företagen på dessa marknadsplatser oftast har som mål att noteras eller registreras på någon av börsen listor. Konkurrens mellan olika centrala värdepappersförvarare torde åtminstone i ett inledningsskede framför allt kunna uppkomma när det gäller nya emissioner av obligationer och andra skuldförbindelser. Kontoföringen på det området är nämligen inte lika komplicerad som när det gäller aktier. Som en följd av effektivisering av handelsprocessen kommer vi med stor sannolikhet att stöta på allt fler s.k. onlinemäklare. För övrigt är närmare internationellt samarbete att vänta och därmed troligtvis ny / ändrad lagstiftning som bättre är anpassad till en internationell miljö.

Lagstiftningen inom borsrätten är i högsta grad aktuell. Lagstiftaren har följt tillväxten på marknaden och insett behovet av nya regler. Det kan dock ifrågasättas om lagen, i detta fall främst den civilrättsliga regleringen i LKF, är anpassad för handelssystemet och de praktiska behoven.

Den handel som sker med dematerialiserade aktier på den finansiella marknaden avser som regel generiskt bestämd egendom, eller fungibel egendom, d.v.s. egendom av ett visst slag. Det innebär att avgörande för fullföljandet av en affär är att säljaren presterar aktier av ett visst slag; prestationen behöver således inte ske med individuellt bestämda aktier. Bestämmelserna i LKF är emellertid utformade med utgångspunkten att överlåtelsen avser individuellt bestämda finansiella instrument. Det är egentligen inte förrän i samband med matchningen i transaktionsprocessen som aktierna kan sägas bli individualiserade. Denna brist på överensstämmelse är dock inte av så stor praktisk betydelse, eftersom när en affär görs upp via en börs, säljarens kommissionär regelmässigt kontrollerar att säljaren har leveranskapacitet innan han utför affären för dennes räkning. Skulle det i efterhand visa sig att säljaren saknar den sorts aktier som avtalet avser, har han alltid möjligheten att förvärva samma antal aktier – kanske till ett högre pris – och därmed prestera i enlighet med avtalet.

Det kan emellertid inte uteslutas att överlåtelser av aktier även kan avse individuellt bestämd egendom. Huruvida så är fallet får bedömas med utgångspunkt från överlåtelseavtalet och dess utformning. Vid en första anblick kan i vart fall lagens bestämmelser sägas vara mer lämpade för sådan OTC-handel än för de fall där avslut sker på en börs eller marknadsplats.

Ytterligare ett förhållande som inte är särskilt bra anpassat till handelssystemet är bestämmelserna om god tro, då denna insikt / vetskap inte har någon större relevans vid handeln på börser och marknadsplatser. Avsluten sker med automatik i systemet och köparen har vare sig vid avslutet eller vid registreringen någon som helst möjlighet att kontrollera vem motparten är, än mindre kontrollera dennes behörighet. Applicerade på den verkliga processen tycks bestämmelserna inte vara särskilt funktionella. Resultatet av reglerna, åtminstone i den dagliga handeln via börser, blir att möjligheten till att göra ett godtrosvärd förvärf ökar. Detta är emellertid ett eftersträvat syfte som främjar aktiehandeln och omständigheten torde därför inte vålla några större praktiska problem.

Som det ser ut idag har reglerna hitintills trots allt fungerat bra. Med utgångspunkt i de gamla reglerna skulle det vara oerhört svårt att utforma motsvarande regler som fullt ut passar in i systemet med dematerialiserade aktier. Aktiehandeln sker likväl på ett antal olika sätt, vilka alla på ett märkbart sätt skiljer sig från varandra. En lösning skulle möjligtvis vara att skapa olika regelsystem beroende på hur handeln sker – i form av offentligt erbjudande, OTC eller via börs. Det kan dock snabbt konstateras att en sådan lösning med stor sannolikhet endast skulle vålla förvirring och skapa fler problem än vad som finns idag.

Ett tydligt tecken på att reglerna i högsta grad fungerat bra är det fåtal ärenden som avgjorts av den numera upphävda aktiekontonämnden, en klagonämnd i utomprocessuell ordning som reglerades i AKL. Endast två ärenden avgjordes här.⁹¹ Dessa var emellertid inte av något större intresse med hänsyn till den nya lagstiftningen. I det första ärendet fastställdes VPC:s beslut att inte överlämna handlingar som efterfrågades och i det andra beslutades att en hembudstvist skulle avgöras i domstol, en rättsfråga som skulle ha uppkommit i även i ett rent värdepappersbaserat system. Andra tvister i samband med lagstiftningen har ännu inte uppstått.

Sammanfattningsvis kan sägas att reglerna för det kontobaserade systemet i grund och botten har många likheter med det traditionella systemet för överlåtelser av värdepapper i fysisk form. Att handelssystemet är annorlunda tycks inte påverka reglernas funktion och jag tycker mig kunna konstatera att lagstiftningen, så som den är utformad idag, fungerar relativt väl för en så pass dynamisk aktiemarknad. Det är emellertid inte en självklarhet att utesluta behovet av en översyn av reglerna i framtiden.

⁹¹ Besluten är inga offentliga handlingar. Numera förvaras de i ett arkiv hos VPC.

Käll- och litteraturförteckning

Offentligt tryck

- SOU 1993:114 Konto clearing och avveckling.
- Prop. 1981/82:33 Förslag till lag om ändring i lagen om förenklad aktiehantering.
- Prop. 1987/88:108 Kontobaserat system för registrering av aktier m.m.
- Prop. 1988/89:152 Kontobaserat aktiesystem.
- Prop. 1990/91:106 Kontobaserat penningmarknadssystem.
- Prop. 1992/93:206 Förslag till ändringar i lagstiftningen för värdepappersfonder, Allmänna penisonsfonden m.m.
- Prop. 1993/94:232 Ändringar i aktiekonolagen.
- Prop. 1995/96:50 Clearingverksamhet m.m.
- Prop. 1997/98:160 Kontoföring av finansiella instrument och kostnadsinformation till fondandelsägare.

Litteratur

- Afrell Lars,
Klahr Håkan &
Samuelsson Per Lärobok i kapitalmarknadsrätt, Stockholm, Juristförlaget, 1998.
- Pettersson Per Aktier utan aktiebrev – kommentar till aktiekontolagen, Allmänna förlaget, Stockholm, 1990.
- Håstad Torgny Sakrätt avseende lös egendom, Nordstedts Juridik AB, Stockholm, 1996.
- Rodhe Knut Aktiebolagsrätt, Stockholm, Nordstedts Juridik AB, 1999.
- Sandström Torsten Handelsbolag och enkla bolag, Nordstedts Juridik, Stockholm, 1996.

Tidskriftsartiklar

- Hessler Henrik Bär vi göra oss av med värdepapper, Festskrift till Lars Welamsson, Stockholm 1998, s 235-250.
- Hobér, Kaj Rättsliga aspekter på värdepappersmarknadens internationalisering, SvJT 1989 s 426-450.
- Rodhe Knut Ett på svensk rätt grundat värdepapperslöst system för registrering av aktier och obligationsfordringar, Tidskrift utgiven av juridiska föreningen i Finland, 1979, s 409-441.
- Rodhe Knut Kontobaserat aktiesystem, Festskrift till Kurt Grönfors, Göteborg 1991, s 371-385.
- Rodhe Knut Bort med de alltför många värdepapperen – förslag till ett värdepapperslöst kontobaserat VPC-system, Festskrift till Sveriges advokatsamfund 1887-1987, Falköping 1987, s 517-529.

Internet

URL:

- <http://www.omgroup.com> 2000-09-21
- <http://www.vpc.se> 2000-09-21
- <http://www.fi.se> 2000-09-21
- <http://www.omgroup.com/transaction/trading/> 2000-09-21
- <http://www.vpc.se/omvpc/index.html> 2000-03-04
- <http://www.vpc.se/omvpc/2.html> 2000-03-04
- <http://www.omgroup.com/transactions/trading/tp> 2000-09-21
- http://www.omgroup.com/transaction/exchange/index.asp?lang=swe&expanded=1_ 2000-09-21
- <http://www.om.se/pdf%20files/jiwaysve.pdf> 2000-03-15

Övrigt

Börs & värdepapper 1999, FAR:s regelsamling II.

VPC:s Clearing & Settlement, februari 1999.

