



JURIDISKA FAKULTETEN  
vid Lunds universitet

Emma Gustafsson

Sak- och associationsrättsliga  
aspekter av aktieöverlåtelser  
- i synnerhet avseende blankning och  
värdepapperslån

Examensarbete  
30 högskolepoäng

Handledare:  
Per Samuelsson

Associationsrätt, Börsrätt och Sakrätt

HT 2012

# Innehåll

<b>SUMMARY</b>	<b>1</b>
<b>SAMMANFATTNING</b>	<b>2</b>
<b>FÖRORD</b>	<b>4</b>
<b>FÖRKORTNINGAR</b>	<b>5</b>
<b>1 INLEDNING</b>	<b>6</b>
1.1 Bakgrund	6
1.2 Syfte och frågeställning	7
1.3 Metod och material	7
1.4 Avgränsningar	8
1.5 Disposition	9
<b>2 AKTIEMARKNADEN</b>	<b>10</b>
2.1 Inledning	10
2.2 Finansmarknaden	10
2.3 Finansiella instrument	10
2.4 Emittenter	11
2.5 Några risker förknippade med finansiell verksamhet	11
2.5.1 Kreditrisk	11
2.5.2 Kursrisk	11
2.5.3 Motparts- och ersättningskostnadsrisk	12
2.5.4 Likviditetsrisk	12
2.6 Marknadsplatser	13
2.6.1 Reglerade marknader	13
2.6.1.1 Regleringar	13
2.6.1.2 Aktörer	13
2.6.1.3 Marknadsvärde och omsättning	14
2.6.2 Handelsplattformar	14
2.6.2.1 Regleringar	14
2.6.2.2 Aktörer	15
<b>3 KONTOFÖRING, CLEARING OCH AVVECKLING</b>	<b>16</b>
3.1 Inledning	16

<b>3.2</b>	<b>Dematerialiserade och immobiliserade värdepapper</b>	<b>16</b>
<b>3.3</b>	<b>Matchning, clearing och avveckling</b>	<b>16</b>
3.3.1	Matchning	16
3.3.2	Clearing och avveckling	17
3.3.3	Nettning	19
3.3.3.1	Nettning såsom företeelse	19
3.3.3.2	Finalitydirektivet	19
<b>3.4</b>	<b>Kontoföring</b>	<b>20</b>
3.4.1	Grundläggande bestämmelser avseende kontoföring av aktier	20
3.4.2	Kontoförande institut	21
3.4.3	VP-systemet	22
3.4.4	Förvaltare	22
<b>4</b>	<b>VÄRDEPAPPERSLÅN OCH BLANKNING</b>	<b>24</b>
<b>4.1</b>	<b>Inledning</b>	<b>24</b>
<b>4.2</b>	<b>Användningsområden av värdepapperslån och blankning</b>	<b>24</b>
4.2.1	Värdepapperslån	24
4.2.2	Blankning	25
<b>4.3</b>	<b>Lagregleringar</b>	<b>26</b>
<b>5</b>	<b>SAKRÄTTSLIGA ASPEKTER AVSEENDE AKTIEÖVERLÅTELSE</b>	<b>28</b>
<b>5.1</b>	<b>Inledning</b>	<b>28</b>
<b>5.2</b>	<b>Laga fång</b>	<b>28</b>
5.2.1	Laga fång av kontorätter	28
5.2.2	Godtrosvförvärv av aktier	29
5.2.2.1	Legitimerad aktieägare	29
5.2.2.2	Skydd mot överlåtarens borgenärer	29
5.2.2.3	Tvesala eller obehörighet hos överlåtare	30
5.2.2.4	Andra former utav godtrosvförvärv	31
5.2.2.5	Rättsverkningar avseende förvaltarregistrerade aktier	31
<b>5.3</b>	<b>Pantsättning av aktier</b>	<b>33</b>
<b>5.4</b>	<b>Säkerhetsdirektivet</b>	<b>34</b>
<b>5.5</b>	<b>Aktieägares separationsrätt i förvaltares konkurs</b>	<b>35</b>
<b>6</b>	<b>AKTIEBOLAGSRÄTTSLIGA ASPEKTER AVSEENDE AKTIEFÖRVÄRV</b>	<b>37</b>
<b>6.1</b>	<b>Inledning</b>	<b>37</b>
<b>6.2</b>	<b>Aktiebok</b>	<b>37</b>
<b>6.3</b>	<b>Aktieägares förvaltarbefogenheter</b>	<b>38</b>

6.4	Ekonomiska rättigheter avseende aktieägande	39
6.5	”Empty voting”	40
7	ANALYS	44
7.1	Sakrättsliga aspekter	44
7.2	Associationsrättsliga aspekter	48
	KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING	51
	RÄTTSFALLSFÖRTECKNING	56

# Summary

The purpose of this paper is to examine a number of property- and corporate law aspects within the framework of a transaction of shares, targeting primarily dispositions such as securities lending and short selling.

Since it ought to be difficult to bring a successful claim against a share purchaser, claiming that he was in bad faith while acquiring the shares and thus did not make an acquisition made in good faith. In reality the buyer never know who the seller is, and vice versa. It would also be possible to acquire shares in good faith which were sold through covered as well as naked short selling. Hence, the legislation hardly applies satisfactorily when it comes to shares of fungible nature. On the other hand, if there would be an issue to make an acquisition in good faith, difficulties might occur such as a civil protest regarding the electoral role upon a general meeting. Problems like that would cost a lot of money and time. The link between property- and corporate law becomes, through the discussion above, very obvious.

The legal position whether a principal has the right of separation of assets in case of an intermediary's bankruptcy, where the principal has registered its shares, after an agreement on free disposition has been signed, is unclear. In the case NJA 2009 s. 79 which deals with leasing property, HD declares that a principal owns the right to separation in the intermediary's bankruptcy given that the free disposition of the assets was not used. Furthermore, HD declares that this might similarly apply to the case where shares are registered at an intermediary. Read e contrario the case might suggest that the principal does not own a right to separate his assets if the intermediary has used the free disposition right. However, opinions differ concerning which law that would be applicable in the situation. If the shares instead has been lend out to a third party and the intermediary goes bankrupt, the principal would rather get an unsecured claim in the bankruptcy trustee.

Security lending can also be used to obtain voting rights at a general meeting, so called empty voting. Given that the borrower only pays a loan fee, and is not buying the shares, he does not bare the economic risk related to the voting results on the general meeting. Empty voting or risk-decoupling can be created thru a number of different structures and dispositions. Hence, agents enable the possibility to vote, for instance, a merger at an extra general meeting, without exposing himself for any economic risks related to the decision. Consequently, the behavior can jeopardize both companies as minority shareholders, while minority regulations easily can be put aside at the general meeting. The phenomenon has not been observed in Sweden as of yet. However, it has attracted considerable attention through a number of cases mainly in Germany, The United States and in the United Kingdom.

# Sammanfattning

Uppsatsen tar sikte på att behandla sak- och associationsrättsliga aspekter inom ramen för en aktietransaktion, i synnerhet fokuseras på dispositioner såsom värdepapperslån (eng. *securities lending*) och blankning (eng. *short selling*).

Det torde vara mycket svårt att föra en talan avseende att en aktieförvärvare skulle vara i ond tro och att denne därigenom inte gjort ett godtrosförvärv av en aktie, när köparen aldrig vet vem säljaren är och vice versa. Avseende blankning torde såväl nakna som äkta blankade aktier vara möjliga att godtrosförvärva. Lagstiftningen är således illa överensstämmande med aktiers fungibla natur. Mot bakgrund av att det dessutom skulle medföra stora problem utifall t.ex. klander av röstlängden skulle uppkomma på bolagsstämma pga. att en aktietransaktion inte utgjorde ett godtrosförvärv, så torde det vara kontraproduktivt att uppställa högre krav beträffande godtrosförvärv av aktier. Kopplingen mellan sak- och associationsrätt ifråga om aktietransaktioner blir genom förevarande resonemang tydlig.

Rättsläget beträffande huruvida huvudman äger separationsrätt i förvaltares konkurs ifråga om förvaltarregistrerade aktier efter ett avtal om fri förfoganderätt slutits emellan huvudmannen och förvaltaren, får anses vara oklart. HD har i fallet NJA 2009 s 79 behandlat frågan, vad gäller leasingegendom och dömde därmed att huvudmannen äger separationsrätt i konkursen såtillvida förfoganderätten inte utnyttjats. HD konstaterade i domen att motsvarande kan komma att appliceras ifråga om förvaltarregistrerade aktier. Tolkat *e contrario* torde fallet kunna medföra att huvudmannen inte skulle äga separationsrätt i konkursen för de fall förfoganderätten har utnyttjats. Åsikterna går emellertid isär i fråga om vilken lag som är tillämplig i förevarande fall. Om aktierna istället har utlånats till tredje man och förvaltaren går i konkurs torde huvudmannen istället få en oprioriterad fordran i förvaltarens konkurs, snarare än att erhålla separationsrätt till aktierna.

Värdepapperslån kan även användas för att erhålla rösträtt på ett bolags bolagsstämma, s.k. *empty voting*. Mot bakgrund av att låntagaren endast betalar en lånepremie och inte köper aktierna står denne inte heller någon ekonomisk risk. Emellertid överförs samtliga rättsverkningar knutna till aktierna i samband med värdepapperslånet. *Empty voting* eller *risk-decoupling* kan även åstadkommas genom flertalet andra upplägg och genom en mängd olika dispositioner tillgängliga på värdepappersmarknaden. Agenter får således möjligheten att genom sådana företeelsen rösta igenom exempelvis en företagsöverlåtelse på en extrainsatt bolagsstämma, utan att utsätta sig själva för någon som helst ekonomisk riskexponering. Beteendet i fråga riskerar att skada såväl aktiebolag som mindre aktieägare genom att sätta exempelvis minoritetsregleringar ur spel. Företeelsen har ännu inte uppmärksamats i Sverige, dock har den rönt stor

uppmärksamhet i samband med rättsfall i bland annat USA, Tyskland och Storbritannien.

# Förord

Efter att ha spenderat drygt fem fantastiska år i Lund, varav nio terminer på Juristprogrammet, är det i samband med inlämnandet av denna uppsats dags för mig att säga farväl till "Lundabubblan" och på riktigt ta steget in i vuxen världen. Det är med skräckblandad förtjusning jag lämnar den här epoken bakom mig och blickar framåt mot nya utmaningar.

Jag vill främst rikta ett stort tack till min handledare professor Per Samuelsson, för hjälp och stöttning samt bollande av idéer i samband med mitt författande av uppsatsen.

Vidare vill jag rikta ett tack till min familj och sist men inte minst till alla mina vänner, ingen nämnd – ingen glömd, som har förgyllt mina år i Lund och även stöttat och supportrat mig i skrivande av den här uppsatsen.

Lund, december 2012

*Emma Gustafsson*



# Förkortningar

ABL	Aktiebolagslag (2005:551)
AL	Lagen (1990:1309) om system för avveckling av förpliktelser på finansmarknaden
CCP	Central motpart
CSD	Central värdepappersförvarare (Central Security Depository)
DvP	Delivery versus Payment
EES	Europeiska Ekonomiska Samarbetsområdet
EMCF	European Multilateral Clearing Facility
ESMA	European Securities and Markets Authority
EU	Europeiska Unionen
FI	Finansinspektionen
GMSLA	Global Master Securities Lending Agreement
HD	Högsta domstolen
ISIN	International Securities Identification Number
ISLA	International Securities Lenders Association
KI	Kontoförande Institut
LHFI	Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument
LKF	Lag (1998:1479) om kontoföring av finansiella instrument
LVM	Lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive, 2004/39/EC
MTF	Multilateral Trading Facility
NGM	Nordic Growth Market
NJA	Nytt juridiskt arkiv
NNA	National Number Agency
OTC	Over the Counter
RÅ	Regeringsrättens årsbok
VPC	Värdepapperscentralen

# 1 Inledning

## 1.1 Bakgrund

Blankning har sedan finanskrisen 2008 varit föremål för omfattande debatt. Dispositionen har ansetts bidra till att förstärka en redan nedåtgående marknad. Dispositioner såsom värdepapperslån och blankning är emellertid vanliga företeelser på den svenska aktiemarknaden. Värdepapperslån möjliggör för låntagaren att mot erläggande av en premie låna aktier, det rör sig således om en försträckning. Låntagaren förvärvar därigenom även de rättigheter vilka är sammanlänkade med aktieinnehavet. När låneavtalet löpt ut lämnas aktierna tillbaka till långivaren. Genom blankning försäljs aktier som säljaren endera har lånat före försäljningstidpunkten s.k. äkta blankning. Alternativt försäljs aktier som säljaren inte innehar vid försäljningstidpunkten, s.k. naken blankning, säljaren behöver i förevarande fall låna motsvarande aktiemängd för att täcka leveransen.

Nämnda dispositioner föranleder emellertid att frågan huruvida det är möjligt att godtrosvörvärva aktier vilka föregåtts av värdepapperslån och blankning, är befogad att ställa. Å ena sidan, kan det ur ett sakrättsligt perspektiv ifrågasättas huruvida det ska vara möjligt att sälja egendom som säljaren själv inte äger eller ens besitter vid försäljningstidpunkten. Å andra sidan, vore det inte möjligt att göra ett godtrosvörvärv av aktier vilka försålts genom blankning, skulle konsekvensen kunna aktualisera flertalet associationsrättsliga problem. En sakrättslig aspekt beträffande blankning och värdepapperslån är även frågan huruvida huvudman äger separationsrätt i förvaltares konkurs ifråga om förvaltarregistrerade aktier.

Värdepappersmål kan vidare ge upphov till associationsrättsliga företeelser såsom *empty voting* och *risk-decoupling*. Företeelserna innebär att en akties rösträtt frånskiljs den ekonomiska risken vilken normalt medföljer äganderätten till aktierna. Genom att exempelvis uppta ett värdepapperslån under tidsperioden för upptagande i röstlängden inför bolagsstämman, äger låntagaren rösta på stämman, men bär inte den ekonomiska risken för aktien och sålunda inte heller risken för de stämmobeslut som fattas. Problemet har än så länge inte uppmärksamats i Sverige, men har utomlands rönt stor uppmärksamhet inom den juridiska diskursen.

Uppsatsen tar upp och problematiserar sakrättsliga och associationsrättsliga aspekter vilka kan uppkomma i samband med en aktietransaktion. I synnerhet fästs vikt vid aspekterna när en aktietransaktion föregåtts av ett värdepapperslån, eller om säljaren försålt aktier genom blankning.

## 1.2 Syfte och frågeställning

Uppsatsen syftar till att i huvudsak klargöra de sakrättsliga och associationsrättsliga rättsverkningar som följer av en aktietransaktion i ett avstämningsbolag. Vidare tar uppsatsen sikte på att utreda och problematisera vilka effekter dispositioner såsom värdepapperslån och blankning kan leda till ur ett såväl sakrättsligt som ett associationsrättsligt perspektiv.

Mot bakgrund av att uppsatsens ämnesområde är relativt svårtillgängligt har jag valt att ge läsaren en tämligen omfattande bakgrundsinformation avseende en aktietransaktion, i syfte att därigenom kunna diskutera och problematisera sak- och associationsrättsliga frågeställningar.

De frågeställningar som behandlas är följande:

1. Hur godtrosvärvas en aktie?
2. Kan en aktie vilken har förvärvats tillfälligt genom aktielån godtrosvärvas?
3. Kan en aktie vilken har förvärvats genom naken såväl som äkta blankning godtrosvärvas?
4. Vilka associationsrättsliga konsekvenser skulle uppstå om det förelåg problem att godtrosvärva en aktie?
5. Har huvudman separationsrätt i förvaltares konkurs avseende förvaltarregistrerade aktier?
6. Vilka associationsrättsliga problem kan uppkomma ifråga om blankning och värdepapperslån?

## 1.3 Metod och material

Uppsatsen är författad enligt traditionell rättsdogmatisk metod innebärandes att jag genom att studera och analysera lag, rättspraxis, förarbeten och doktrin har försökt fastställa gällande rätt. Vidare har jag beaktat vissa för branschen gällande standardavtal främst beträffande aktielån, såsom Svenska Fondhandlareföreningens avtal samt International Securities Lending Associations avtal, i syfte att komplettera gällande rätt med hur aktiemarkanden fungerar i praktiken.

Generellt sett är rättspraxis inom aktietransaktionsområdet mycket knapphändig. Beträffande blankning återfinns emellertid flertalet rättsfall av skatterättslig karaktär, dock utan intresse för uppsatsen ifråga. Rättspraxis avseende godtrosvärvsfrågeställningarna vilka behandlas i uppsatsen är obefintligt. Jag har emellertid valt att uppmärksamma rättsfallet NJA 2009 s 79 för att påvisa en eventuell analog tillämning gällande huvudmans separationsrätt i förvaltares konkurs ifråga om förvaltarregistrerade aktier.

Likaså återfinns ytterst lite doktrin som behandlar aktielån och blankning ur ett sakrättsligt perspektiv, varför jag tagit utgångspunkt från doktrin vilken behandlar godtroshävsreglerna i 6 kap. lagen om kontoföring av finansiella instrument. Jag har använt mig av i första hand lagkommentarer i tryckt skrift, i avsaknad av tryckta lagkommentarer har Karnovs Internetpublicerade lagkommentarer använts som källor.

I kapitel 6.5 behandlas det associationsrättsliga spørsmålet gällande s.k. *empty voting*. Eftersom problemet inte uppmärksammats i Sverige, har jag valt att iaktta utländsk doktrin och rättsfall samt utredningar från EU och ESMA. Främst har min studie inom avsnittet beaktat praxis och doktrin från USA, Tyskland och Storbritannien, där problemen beträffande *empty voting* och *risk-decoupling* rönt stor uppmärksamhet genom rättsfall såväl som inom den juridiska diskursen. Mot bakgrund av att problemet ännu inte har uppmärksammats i Sverige, återfinns det inte heller några svenska översättningar på vissa centrala begrepp inom området. För de fallen har jag använt mig engelska begrepp.

## 1.4 Avgränsningar

I Sverige bedrivs aktiehandel av svenska såväl som utländska aktier på börs respektive på *Multilateral Trading Facilities*. Uppsatsen tar enbart sikte på handel med svenska demobiliserade aktier i avstämningsbolag, eftersom såväl sakrätten som associationsrätten är nationellt betingad. Vidare tar uppsatsen specifikt sikte på handel med aktier, dvs. den handel som sker på aktiemarknaden, och inte på värdepappersmarknaden med finansiella instrument i stort. Emellertid torde flertalet av lagregleringarna och resonemangen vilka presenteras i uppsatsen vara tillämpliga generellt sett även ifråga om finansiella instrument.

Jag har vidare valt att begränsa uppsatsen till att problematisera frågeställningar av sakrättslig och associationsrättslig natur förknippade med värdepapperslån och blankning. Flertalet av de sakrättsliga problem som uppmärkas beträffande värdepapperslån och blankning är en påbyggnad på frågeställningar som härrör från handeln med aktier i avstämningsbolag i stort, varför jag valt att bygga på resonemangen succesivt utifrån godtroshävsregleringarna i 6 kap. lagen om kontoföring av finansiella instrument.

Kapitel 6.5 behandlar *empty voting* och *risk-decoupling*. I kapitlet i fråga har jag valt att presentera ämnesområdet på ett mer övergripande plan. *Empty voting* och *risk-decoupling* skulle i och för sig kunna utgöra ett självständigt examensuppsatsämne, likväl anser jag att det är ett ypperligt exempel på hur blankning och värdepapperslån kan inverka associationsrättsligt.

## 1.5 Disposition

Uppsatsen består av totalt 7 kapitel. I kapitel 2 ges en översikt av aktiemarknaden, vidare presenteras några för aktiemarknaden essentiella begrepp. Därutöver ägnas ett stycke åt att redogöra för olika risker på aktiemarknaden. Kapitel 3 beskriver en aktietransaktion från början till slut, samt redogör för vilka aktörer som medverkar till att en aktietransaktion kan genomföras. Syftet med kapitel 2 och 3 är att ge läsaren en så god bakgrund som möjligt, för att denne sedermera ska kunna tillgodogöra sig resterande kapitel på ett tillfredställande sätt. Nästkommande kapitel behandlar värdepapperslån och blankning, i syfte att ge läsaren en bra bild av dispositionerna för att kunna problematisera kring företeelserna i senare kapitel. Kapitel 5 beskriver sakrättsliga aspekter av en aktietransaktion. I kapitlet behandlas hur ett godtrosvärvär av en aktie sker. Vidare behandlas frågan huruvida huvudman äger separationsrätt i förvaltares konkurs ifråga om förvaltarregistrerade aktier. Det 6:e kapitlet tar upp och redogör för associationsrättsliga aspekter av en aktietransaktion. Där redogörs även för företeelserna *empty voting* och *risk-decoupling*. Uppsatsen avslutas med en analys där några avslutande reflektioner och sammanfattande slutsatser presenteras.

## 2 Aktiemarknaden

### 2.1 Inledning

Kapitlet ger en kort övergripande bakgrundsbild av aktiemarknaden i Sverige. Vidare förklaras vissa för aktiemarknaden essentiella begrepp samt vilka risker som existerar på aktiemarknaden. Kapitlet syftar till att ge läsaren grundläggande information att ta med sig till senare kapitel, avseende handeln som sker på aktiemarknaden.

### 2.2 Finansmarknaden

I begreppet finansmarknad inbegrips delmarknader såsom aktiemarknaden, derivatmarknaden, valutamarknaden samt penningmarknaden.<sup>1</sup> Finansmarknaden kan nästintill likställas med värdepappersmarknaden bortsett från att i den senare innefattas inte valutamarknaden.<sup>2</sup> Aktiehandeln bidrar till att hantera risker samt omvandla sparande till finansiering vilket kan sägas utgöra två av finansmarknadens grundfunktioner. Därigenom kan företag fördela risker till investerare vilka är villiga att bära dem. Investerare kan å sin sida kanalisera sitt sparande till företag i behov av kapital, vilket därmed skapar möjlighet för hög avkastning.<sup>3</sup>

### 2.3 Finansiella instrument

Legaldefinitionen av vad som avses med ett finansiellt instrument framgår av 1 kap. 4 § 1 och 2 p. lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden<sup>4</sup>. Ett finansiellt instrument är enligt förevarande paragraf ett ”överlåtbart värdepapper, penningmarknadsinstrument, fondandelar eller ett finansiellt derivatinstrument”. I begreppet överlåtbart värdepapper inbegrips ”sådana värdepapper utom betalningsmedel som kan bli föremål för handel på kapitalmarknaden”. I ifrågavarande paragraf exemplifieras överlåtbara värdepapper och kan därmed sägas omfatta bland annat aktier i aktiebolag och motsvarande andelsrätter, depåbevis för aktier, obligationer samt andra skuldförbindelser och vidare andra värdepapper som medför en rätt att överlåta eller förvärva de ovan exemplifierade värdepappren. Vidare omfattar begreppet även sådana värdepapper vilka resulterar i en kontoavveckling avseende avvecklingen av andra värdepapper, råvaror, räntor eller avkastningar och valutor etc.

Wallin menar att alla värdepapper även utgör finansiella instrument, dock medför det inte att värdepappren även faller inom legaldefinitionen av ett

---

<sup>1</sup> Observera att uppsatsen endast tar sikte på aktiemarknaden.

<sup>2</sup> Afrell m.fl., Lärobok i kapitalmarknadsrätt, s. 45f.

<sup>3</sup> Sveriges Riksbank, Den svenska finansmarknaden 2012, s. 56.

<sup>4</sup> Hädanefter LVM.

finansiellt instrument. Det finns i sig ingen legaldefinition av värdepappersbegreppet.<sup>5</sup> Walin menar vidare att det är rättsreglerna som är det primära oavsett att värdepappersbegreppet som sådant används i en rad olika sammanhang. Termen värdepapper ska följaktligen inte föranleda några rättsliga slutsatser.<sup>6</sup>

## 2.4 Emittenter

De institutioner alternativt företag vilka ger ut värdepapper avsedda att omsättas på en marknad benämns emittenter. I fråga om aktier är det således det bolag vari aktierna utgör delägarätter som är en emittent, vilket även framgår av 1 kap. 5 § 9 p. LVM. Genom avtal med en marknadsplats får emittenten möjlighet att på en reglerad marknad alternativt handelsplattform notera sina finansiella instrument så att de därmed blir föremål för prissättning.<sup>7</sup>

## 2.5 Några risker förknippade med finansiell verksamhet

### 2.5.1 Kreditrisk

Den risk som banker och andra kreditinstitut står när de lånar ut medel till en låntagare och därigenom riskerar att låntagaren inte betalar tillbaka lånet inom utsatt tid, brukar benämnas för kreditrisk. Vidare brukar även situationen när en emittent utfärdat ett finansiellt instrument och på grund av en konkurs inte kan uppfylla sina förpliktelser vilka är hänförliga till instrumentet omfattas av kreditriskbegreppet. Om låntagaren har ställt säkerhet för lånet minskar långivarens kreditrisk, förutsatt att lånelöftet föregåtts av en tillfredställande kreditprovning beträffande låntagaren samt den ifrågavarande säkerheten.

Kreditrisken kan emellertid vara avsevärt mycket större än vad själva lånebeloppet visar på, eftersom ett kreditinstituts kreditportfölj normalt sett är kopplad till institutets övriga verksamhet. Följaktligen ökar kreditrisken om institutet har aktier utgivna av samma bolag i sitt handelslager för värdepapper. Om institutet därutöver emottagit aktier i det aktuella bolaget såsom säkerhet för kredit till andra kunder ökar kreditrisken ytterligare.<sup>8</sup>

### 2.5.2 Kursrisk

Finansiella instrument kan öka och minska i värde, detta utgör en risk som brukar benämnas kursrisk. Det finns finansiella instrument som kan

---

<sup>5</sup> Walin, Finansiella instrument, kontoföring och rättsverkningar, s. 15.

<sup>6</sup> Walin och Herre, Lagen om skuldebrev m.m. En kommentar, s. 104.

<sup>7</sup> Wallin-Norman, Kontorätt, rätt till kontoförda värdepapper, s. 55f.

<sup>8</sup> Afrell m.fl., Lärobok i kapitalmarknadsrätt, s. 103.

generera vinster på såväl en uppåtgående såsom en nedåtgående marknad. Anledningarna till kursförändringar kan vara alltifrån en räntehöjning vilken påverkar marknaden i stort, till att ett börsbolag gör en betydande förlust som medför att dess aktiekurs faller. Förändringsbenägenheten avseende kursen eller priset på det finansiella instrumentet brukar benämnas för volatilitet. Högre benägenhet till kurs- och prisförändring ifråga om en specifik händelse medför att det finansiella instrumentet har en hög volatilitet.<sup>9</sup>

### 2.5.3 Motparts- och ersättningskostnadsrisk

Begreppet motpartsrisk inbegriper den risk som avser huruvida motparten kommer leverera eller inte.<sup>10</sup> I syfte att kringgå motpartsrisken träder en clearingorganisation in på finansmarknaden och står således risken. Ersättningskostnadsrisken uppstår när ett finansiellt instrument inte levereras på avvecklingsdagen, därigenom kan det uppstå en täckningskostnad för att tillhandahålla det finansiella instrumentet som köparen kan vara nödgad att förvärva till ett högre kurspris.<sup>11</sup>

### 2.5.4 Likviditetsrisk

Uttrycket funding innebär att tillförse en säker finansiering av den egna verksamheten. Funding handlar således om att planera in- och utförsel av kapital så att det på förfallodagen för exempelvis ett lån alltid finns medel på kontot att återbetala lånet med. För långgivaren uppstår följaktligen en likviditetsrisk avseende risken att inte återfå de lånade medlen av låntagaren.

För att minska risken för att likviditetsrisker ska uppstå hos kreditinstitut, matchas löptiderna för utlånade och inlånade krediter. Utifall en upptagen kredit förfaller före en utlånad kredit, kan en situation uppstå där kreditinstitutet nödgas upplåna motsvarande medel till en dyrare räntekostnad för att kunna täcka de egna lånen. Likviditetsrisken avser följaktligen risken att avveckling sker vid fel tidpunkt. För att minska likviditetsrisken krävs en välfungerande andrahandsmarknad i syfte att förhindra de risker som kan uppkomma i samband med att clearing och avveckling av ett finansiellt instrument inte genomförs inom utsatt tid.

Ytterligare en riskaspekt är förknippad med likviditetsrisken. Risken avser situationen som uppstår när ett finansiellt institut innehar ett instrument vilket de avser att sälja, men det finns ingen marknad för instrumentet ifråga. Risken brukar benämnas marknadslikviditetsrisk.<sup>12</sup>

---

<sup>9</sup> Afrell m.fl., Lärobok i kapitalmarknadsrätt, s. 103f.

<sup>10</sup> Se även kap. 3.3.2.

<sup>11</sup> Afrell m.fl., Lärobok i kapitalmarknadsrätt, s. 106ff.

<sup>12</sup> Afrell m.fl., Lärobok i kapitalmarknadsrätt, s. 104ff.



## 2.6 Marknadsplatser

### 2.6.1 Reglerade marknader

#### 2.6.1.1 Regleringar

Handel med aktier bedrivs dels på reglerade marknader vanligtvis benämnda börser och dels via handelsplattformar vilka även brukar kallas *Multilateral Trading Facility*, (MTF). Genom handeln på börser respektive MTF:s omsätts finansiella instrument, vari inbegrips penningmarknadsinstrument, överlåtbara värdepapper samt fondandelar och finansiella derivatinstrument. Av 1 kap. 5 § 3 p. LVM framgår att en börs är ett svenskt aktiebolag alternativt en svensk ekonomisk förening vilken har tillstånd av Finansinspektionen (FI) att driva en eller flera reglerade marknader. Definitionen av reglerad marknad återfinns i 1 kap. 5 § 20 p. LVM, vilken stadgar att en reglerad marknad är ett multilateralt system inom Europeiska Ekonomiska Samarbetsområdet (EES) som möjliggör sammanförande av flera köp- och sälintressen från tredje man och som resulterar i ett avslut. Det är således viktigt att skilja på distinktionerna av en börs respektive en reglerad marknad.

Börsregleringar träffar självfallet inte bara börserna utan även de bolag som är noterade på börserna. Bolagen har att följa de regelverk vilka tillkom genom MiFID direktivet, 2004/39/EC (Markets in Financial Instruments Directive) vilket i Sverige har implementerats bland annat genom LVM. MiFID direktivet syftar till att samma regleringar ska gälla avseende börser samt de bolag vilka är noterade på börserna inom hela EU.<sup>13</sup>

#### 2.6.1.2 Aktörer

Sedan 1860-talet har centrum för Sveriges aktiehandel bedrivits av Fondbörsen i Stockholm. År 1993 bildades aktiebolaget Stockholms Fondbörs AB, vari Om Gruppen AB snart kom att bli största aktieägare. 1998 gick Stockholms Fondbörs AB och Om gruppen AB samman och OM Stockholmsbörsen AB bildades. I samband med förvärvet av Helsingforsbörsen år 2004 ändrades namnet till OMX AB, året därpå 2005, förvärvades även Köpenhamnsbörsen. År 2007 förvärvade NASDAQ Stockholmsbörsen och därigenom bildades NASDAQ OMX Group, vilket är det bolag som i dagsläget driver Stockholmsbörsen.<sup>14</sup> Stockholmsbörsen är den största marknadsplatsen för aktier i Sverige och utgörs sedan år 2006 av de tre listorna Large Cap, Mid Cap samt Small Cap vilka ersatte A- och O- listorna.<sup>15</sup>

År 2003 bröts NASDAQ OMX:s börsmonopol i Sverige i samband med att Nordic Growth Market (NGM) fick börsstatus. Genom att erbjuda

---

<sup>13</sup> af Sandeberg och Sevenius, Börsrätt, s. 183.

<sup>14</sup> NASDAQ OMX, Om oss.

<sup>15</sup> Statistiska centralbyrån, Aktieägarstatistik, s. 19.

emittenter av aktier och andra finansiella instrument en enklare och billigare notering jämfört med notering på NASDAQ OMX har NGM skapat en god tillväxtmiljö för relativt nyetablerade företag vilka kan växa och känna sig trygga på börsen. Vidare undviker NGM onödig byråkrati genom att emittenterna bland annat inte har att efterfölja Svensk kod för bolagsstyrning och de verkar även genom snabbare beslutsvägar. NGM-börsens lista för aktier och finansiella instrument benämns NGM Equity. Till skillnad mot NASDAQ OMX börsen är de finansiella instrumenten börsnoterade men inte inregistrerade, vilket medför att yngre och mindre bolag kan noteras samt att kraven avseende ägarspridning kan sättas lägre. NGM-börsen tillhandahåller även en lista med ett regelverk för inregistrering av finansiella instrument vilket benämns NGM Official. Dock har inte NGM Official introducerats ännu mot bakgrund av att de bolag som noterats på NGM-börsen utgör mindre och medelstora bolag.<sup>16</sup>

Sedan 2011 har ytterligare en aktör intagit börsmarknaden, Burgundy erhöll då tillstånd av FI att som börs bedriva en handelsplattform.<sup>17</sup>

### **2.6.1.3 Marknadsvärde och omsättning**

År 2011 fanns det 529 publika bolag registrerade i Sverige, av dem var 259 noterade på NASDAQ OMX till ett marknadsvärde om ca 3 496 MSEK. På NGM-börsen var 16 bolag noterade och deras marknadsvärde uppgick till ca 1,3 MSEK. Det sammantagna värdet uppgick således till cirka 3 500 MSEK, en minskning med ca 17 % från år 2010, vilken kan förklaras med en allmän nedgång utav aktietransaktioner under året.<sup>18</sup>

Aktiehandeln på NASDAQ OMX fortsätter att minska och daglighandeln hade i oktober 2012 sjunkit med 24 % till att omsätta 1,9 bn EUR per dag att jämföra med 2,5 bn EUR per dag under oktober 2011. Aktiehandeln visar en alltfjämt nedåtgående trend, enbart under oktober månad 2012 sjönk handeln med 5 % jämfört med september månad 2012.<sup>19</sup> Den dagliga omsättningen på NGM Equity har även sjunkit. Daglighandeln av aktier minskade under oktober månad 2012 med 15 % jämfört med september månad. I jämförelse med oktober månad 2011 har aktiehandeln sjunkit med 13 %.<sup>20</sup> Likaså har aktieomsättningen sjunkit hos Burgundy, där omsättningen sjönk med 21,9 % under oktober månad 2012 jämfört med september månad samma år.<sup>21</sup>

## **2.6.2 Handelsplattformar**

### **2.6.2.1 Regleringar**

En handelsplattform definieras enligt 1 kap. 5 § 12 p. LVM såsom en MTF inom EES vilken drivs endera av en börs eller ett värdepappersinstitut och i övrigt fungerar likvärdigt med en reglerad marknad. Det uppställs dock

---

<sup>16</sup> af Sandeberg och Sevenius, Börsrätt, s. 183f.

<sup>17</sup> Sveriges Riksbank, Den svenska finansmarknaden 2012, s. 60.

<sup>18</sup> Sveriges Riksbank, Den svenska finansmarknaden 2012, s. 59,61,64.

<sup>19</sup> NASDAQ OMX, Trading Statistics October 2012.

<sup>20</sup> NGM, Pressmedelände månadsstatistik oktober 2012.

<sup>21</sup> Burgundy, Monthly report October 2012.

betydligt högre krav på en reglerad marknad och således även på en börs jämfört med en MTF avseende att informationskravet på handeln samt emittenter är lägre.<sup>22</sup> Genom handelsplattformar skapas således en marknadsplats vilken är mer lämplig att användas för mindre och nyare bolag, eftersom de lägre uppställda kraven på bolagen medför mindre kostnader. Dock är handeln via MTF:s i jämförelse med handel på börs desto mer riskfylld för investerarna främst mot bakgrund av de lägre uppställda informationskraven på de noterade bolagen.<sup>23</sup>

### **2.6.2.2 Aktörer**

Det finns i dagsläget fyra MTF i Sverige vilka har tillstånd av FI, nämligen: Nordic MTF, Aktietorget, First North samt Burgundy.

NGM driver Nordic MTF vilken vid utgången av 2011 hade 19 noterade bolag främst bestående av små- till medelstora tillväxtbolag. Aktietorget riktar sig även de mot små- och medelstora bolag och vid utgången av 2011 var 125 bolag noterade hos dem. För att skydda investerarna har aktietorget förutom krav på emittenterna att efterfölja de regler som avser handelsplattformar även infört ett eget reglerverk. First North drivs av NASDAQ OMX och inriktar sig mot mindre och nystartade tillväxtbolag. Handelsplattformen inkluderar även bolag med säte i Finland, Danmark och Island. Burgundy är en MTF vilken drivs av ledande investmentbolag och banker i Norden. Ägarkretsen utgör de som är behöriga att handla via plattformen, således kan individuella och institutionella investerare enbart handla genom någon av dessa aktörer. Systemet medför följaktligen att en transaktion alltid sker till bästa möjliga utförande, genom att avslut enbart kan ske om priset på värdepappret är bättre via handel med Burgundy än på övriga marknadsplatser. Burgundy handlar med samtliga värdepapper vilka är noterade på NASDAQ OMX samt NGM.<sup>24</sup>

---

<sup>22</sup> Wallin-Norman, Finansiella instrument, Lärobok, s. 39.

<sup>23</sup> Sveriges Riksbank, Den svenska finansmarknaden 2012, s. 59.

<sup>24</sup> Sveriges Riksbank, Den svenska finansmarknaden 2012, s. 64f.

# 3 Kontoföring, clearing och avveckling

## 3.1 Inledning

Kapitlet tar sikte på att redogöra för och förklara dels hur en aktietransaktion fungerar, dels vilka centrala aktörer som agerar för att en aktietransaktion ska kunna genomföras samt vilka funktioner dessa aktörer fyller. Informationen är nödvändig för att läsaren sedermera ska kunna förstå de kommande problemställningarna som uppställs i senare kapitel, samt diskussionerna relaterade till dem.

## 3.2 Dematerialiserade och immobiliserade värdepapper

Genom införandet av aktiekontolagen (1989:827) år 1989 (numera lag om kontoföring av finansiella instrument) infördes ett papperslöst system avseende aktier i avstämningsbolag.<sup>25</sup> Införande av ett papperslöst kontoföringssystem innebar att fysiska överföringar av aktiebrev ersattes av elektroniska överföringar på ett konto. Ett papperslöst kontoföringssystem kan endera vara dematerialiserat eller immobiliserat. I Sverige valdes att införa ett dematerialiserat system, innebärandes att systemet är helt papperslöst. Således sker alla förändringar i äganderätter avseende finansiella instrument genom registreringar i datasystem. I flera utländska länder tillämpas emellertid ett immobiliserat system, vilket innebär att oftast ett enda fysiskt aktiebrev (eng. *global certificate*) ges ut vilket förvaras hos en Central Security Depository (CSD) tillika central värdepappersförvarare. Aktiernas ägare är dock registrerade genom elektroniskt förda konton.<sup>26</sup>

## 3.3 Matchning, clearing och avveckling

### 3.3.1 Matchning

En aktieaffär på börsen påbörjas vanligtvis genom att en kund lämnar en sälj- alternativt en köporder till ett värdepappersinstitut. Ordern kan innebära alltifrån att köpa ett visst antal aktier av en viss sort till ett högsta kurspris, till att utgöra en kombination av många olika parametrar vilka ska vara uppfyllda för att värdepappersinstitutet ska ha befogenhet att köpa alternativt sälja aktieposten. Därefter söker börssystemet igenom samtliga order varpå ett avslut sker per automatik när en sälj- och köporder matchar

---

<sup>25</sup> Afrell m.fl., Lärobok i kapitalmarknadsrätt, s. 52.

<sup>26</sup> Kågerman, Etik, regler och värdering på kapitalmarknaden, s. 126f.

varandra. Slutligen skickas på avslutsdagen en avräkningsnota till kunden från det värdepappersinstitut som företrätt kunden i affären. Avräkningsnotan ska enligt 4 kap. 17 och 19 §§ lag (1998:1479) om kontoföring av finansiella instrument<sup>27</sup> innehålla uppgifter om affären.<sup>28</sup>

En aktieaffär kan även ske *Over the Counter* (OTC) dvs. utanför börsen genom att en mäklare finner en motpart utanför börsen och själv träder in som motpart.<sup>29</sup> OTC-handeln har på senare år ökat markant de senare åren och inte enbart stora transaktioner sker numera genom OTC-handel.<sup>30</sup>

### 3.3.2 Clearing och avveckling

Clearing och avveckling (eng. *clearing and settlement*) är nästkommande steg i en aktieförsäljning efter att matchning har skett och regleras genom lagen (1990:1309) om system för avveckling av förpliktelser på finansmarknaden<sup>31</sup>. Säljare och köpare förväntas uppfylla de förpliktelser som förväntas av dem i samband med affären, nämligen leverans och betalning av aktien. Distinktionen mellan vad som utgör clearing respektive avveckling är inte helt enkel att definiera. Med clearing brukar avses själva beräkningen av vilka aktier som avses samt den likvid som ska erläggas i betalning. Vidare ingår uppgifter om respektive köpare och säljare i transaktionen. Avveckling däremot tar sikte på själva leveransen av aktien från säljaren till köparen samt de likvida medlen som ska överföras från köparen till säljaren.<sup>32</sup>

Det företag som tillhandahåller tjänsterna för att möjliggöra ovan nämnda transaktion kallas för en clearingorganisation. I Sverige är Euroclear Sweden AB (med tidigare firmanamn Värdepapperscentralen, VPC) den enda verksamma clearingorganisationen vilken har erhållit tillstånd av FI i enlighet med 19-20 kap. LVM att bedriva verksamhet som clearingorganisation.<sup>33</sup> Det är dock inte Euroclear Sweden som utför de registreringar vilka ger upphov till clearing och avveckling, detta utförs istället utav clearingmedlemmar. På de konton vilka debiteringar och krediteringar utförs av Euroclear Sweden i egenskap av clearingorganisation, ansvarar Euroclear Sweden även för i egenskap av central värdepappersförvaltare. Således svarar Euroclear Sweden både såsom central värdepappersförvaltare i enlighet med 1 kap. 2 § samt 2 kap. LKF och även som clearingorganisation jämlikt regleringarna i LVM.<sup>34</sup>

Det är clearingorganisationen som har rätt att utse clearingmedlemmar. Utöver att tillhandahålla information och ansvara för registrering vid en

---

<sup>27</sup> Hädanefter LKF.

<sup>28</sup> Afrell m.fl., Lärobok i kapitalmarknadsrätt, s. 80f.

<sup>29</sup> Sveriges Riksbank, Den svenska finansmarknaden 2012, s. 107f.

<sup>30</sup> Bursell, Allt fler affärer sker utanför börsen.

<sup>31</sup> Hädanefter AL.

<sup>32</sup> Kågerman, Etik, regler och värdering på kapitalmarknaden, s. 123f.

<sup>33</sup> Sveriges Riksbank, Den svenska finansmarknaden 2012, s. 130f.

<sup>34</sup> Wallin-Norman, Finansiella instrument, Lärobok, s. 85.

aktietransaktion tillser även en clearingmedlem att likvid samt aktie finns tillgängliga på avvecklingsdagen. Av 21 kap. LVM framgår att en clearingmedlem ska ha en ändamålsenlig organisation, nödvändiga riskhanteringsrutiner, ett säkert tekniskt system samt en betryggande kapitalstyrka. Enbart företag vilka utöver ovan nämnda krav även innehar tillstånd av FI att bedriva värdepappersrörelse har rätt att agera för annans räkning såsom clearingmedlem. Det är dock enbart Euroclear Sweden i egenskap av clearingorganisation som har rätt att uppställa ytterligare krav utöver ovan nämnda. De måste dock när de utnämner clearingmedlemmar följa principerna om fritt tillträde och neutralitet. Principerna innebär att ett företag ska ha fritt tillträde såtillvida det uppfyller de krav vilka uppställs genom lagar och avtal, kravet avseende neutralitet innebär att clearingmedlemmarna ska behandlas lika.<sup>35</sup>

Det är av yttersta vikt för en välfungerande aktiemarknad att säkerställa att omsättningen av aktier kan ske så riskfritt som möjligt. Således rör dig sig om att minska den så kallade motpartsrisken dvs. att säljaren riskerar att inte få betalt för sina aktier och köparen riskerar att aktierna inte levereras. Vanligtvis regleras motpartsrisken genom att betalning och leverans av aktien sker samtidigt genom det så kallade *Delivery versus Payment*-systemet (DvP). Motsvarande reglering återfinns även på obligationsrättens område genom Zug-um-Zug principen jfr. 10 § köplagen (1990:931).<sup>36</sup> Dock kvarstår risken vid tillämpandet av ett DvP-system att säljaren inte uppfyller leveransen, köparen står därmed en risk såvitt avser dels den eventuella vinst köpet skulle kunnat generera, dels den ersättningskostnad för köp av motsvarande aktier vilken kan komma att bli högre än ursprungspriset.<sup>37</sup> Beträffande aktier som är noterade på OMX NASDAQ:s Large Cap lista sker clearinggen genom European Multilateral Clearing Facility (EMCF). EMCF går i aktietransaktionerna in som en central motpart i syfte att minimera de motpartsrisiker som DvP-systemet kan medföra för parterna. Motpartsrisken övergår således på EMCF genom att de agerar såväl köpare som säljare av aktierna fram tills avveckling av aktietransaktionen sker via Euroclear Sweden.<sup>38</sup> Det är i förevarande fall således fråga om central motpartsclearing (CCP-clearing). CCP-clearingen innebär följaktligen att alla parter i transaktionen får en gemensam motpart.<sup>39</sup>

Avveckling avseende ett aktieförvärv sker i normalfallet tre bankdagar efter själva avslutet. Den dagen när order och matchning sker brukar benämnas T, således sker avvecklingen av en transaktion dagen T+3, där 3 står för antalet bankdagar. Följaktligen debiteras och krediteras säljarens respektive

---

<sup>35</sup> Kågerman, Etik, regler och värdering på kapitalmarknaden, s. 129.

<sup>36</sup> Kågerman, Etik, regler och värdering på kapitalmarknaden, s. 123f.

<sup>37</sup> af Sandeberg och Sevenius, Börsrätt, s. 170.

<sup>38</sup> Sveriges Riksbank, Den svenska finansmarknaden 2012, s. 132.

<sup>39</sup> Wallin-Norman, Finansiella instrument, Lärobok, s. 87f.

köparens konton dagen T+3.<sup>40</sup> Själva betalningsöverföringen sker sedermera genom Riksbankens betalningssystem för stora betalningar, RIX-systemet.<sup>41</sup>

### 3.3.3 Nettning

#### 3.3.3.1 Nettning såsom företeelse

Nettning eller nettouträkning kan närmast jämföras med ett kvittningsförfarande, om än ett speciellt sådant. Kvittningen omfattar utöver själva betalningsåtagandet även leveransen av det finansiella instrumentet. Det framgår av 5 kap. 1 § lag (1991:980) om handel med finansiella instrument<sup>42</sup> att nettning har sin grund i avtal mellan parterna alternativt mellan en part och en clearingorganisation. Därigenom reduceras antalet avslut vilka avvecklas, varpå kostnaderna för clearing och avveckling minskar och vidare reduceras de operationella påfrestningarna på systemet. En ytterligare fördel med nettning är att transaktionens värde minskar vilket medför att riskerna för eventuella betalningsförseningar minskar. Riskerna vid avveckling kan även reduceras genom att nettning minskar de synkroniseringsproblem som kan uppstå vid in- respektive utflöden av aktier. Vidare kan motpartsrisken komma att minska och därigenom minskar även risken för uppkomsten av ersättningskostnader. Slutligen kan nettning komma att inverka och reducera kravet avseende kapitaltäckning och även minska behovet avseende ställande av säkerheter.<sup>43</sup>

De två vanligaste typerna av avtal avseende nettning är nettning genom novation samt close-out nettning. Nettning genom novation innebär att varje nytt avtal ersätter det gamla avtalet, därigenom kan de operativa påfrestningarna samt likviditetskraven medföra att motpartsrisken minskar. En close-out nettning klausul syftar till att ett konkursbo inte ska äga rätt att delta i nettningförfarandet när avslut egentligen ska ske. Således ska avräkning ske per konkursdagen alternativt dagen dessförinnan.<sup>44</sup>

Vidare kan nettning vara bilaterala eller multilaterala. Med bilaterala nettningar förstås avtal mellan två parter, vanligtvis mellan en central motpart och en clearingmedlem. Multilateral nettning innebär att nettning sker mellan fler än två aktörer och används främst i betalningssystem.<sup>45</sup>

#### 3.3.3.2 Finalitydirektivet

Finalitydirektivet 98/26/EG implementerades i svensk rätt genom ändringar i LHFIL, konkurslagen (1987:672) samt införandet av AL. Syftet med direktivet var att säkerställa transparens mellan medlemsstaterna avseende risker och exponeringar i samband med i huvudsak avvecklingar på finansmarknadens områden och i synnerhet i samband med nettningar. Direktivet tar vidare sikte på att klargöra huruvida nettningförfaranden ska

<sup>40</sup> af Sandeberg och Sevenius, Börsrätt, s. 176.

<sup>41</sup> Sveriges Riksbank, Den svenska finansmarknaden 2012, s. 128f.

<sup>42</sup> Hädanefter LHFIL.

<sup>43</sup> Afrell m.fl., Lärobok i kapitalmarknadsrätt, s. 161f.

<sup>44</sup> Prop. 1994/95:130, s. 7f.

<sup>45</sup> Prop. 1999/2000:18, s. 18.

behandlas i samband med konkurs. Finalitydirektivet syftar till att tillse att nettningar ska bli bestående, det ska således inte spela någon roll om en part går i konkurs. Nettningen ska ändå genomföras och transaktionen är likaledes bindande för tredje man, dock förutsatt att avtalet undertecknades senast dagen före konkursutbrottet. Nettningen får dock inte genomföras efter det att konkursen har inträtt, en konkursförvaltare har följaktligen inte möjlighet att välja att inträda i avtalet. Vidare kan en nettningstransaktion inte återgå efter tidpunkten för när ett insolvensförfarande har inletts, således är den inte heller angripningsbar enligt konkurslagens återvinningsregler, jfr. 5 kap. 15 § konkurslagen.<sup>46</sup> Den 6 maj 2009 antog Europaparlamentet och rådet direktiv 2009/44/EG, vilket brukar benämnas Ändringsdirektivet. Direktivet syftar till att tillse att Finalitydirektivet samt Säkerhetsdirektivet 2002/47/EG anpassas utefter de förändringar vilka skett på finansmarknaden.<sup>47</sup> Ändringsdirektivets ikraftträdande medförde enbart att ett fåtal ändringar behövde genomföras i svensk rätt.<sup>48</sup>

## 3.4 Kontoföring

### 3.4.1 Grundläggande bestämmelser avseende kontoföring av aktier

Av 4 kap. 2 § LKF framgår att aktier i ett avstämningsbolag ska vara registrerade i ett avstämningsregister. Ett avstämningsbolag definieras enligt 1 kap. 10 § aktiebolagslagen (2005:551)<sup>49</sup> såsom ett bolag av vars bolagsordning det framgår att bolagets aktier ska vara registrerade i ett avstämningsregister enligt LKF. Avstämningskontot innehåller i jämförelse med ett VP-konto enbart en sorts aktier utgivna av en och samma emittent. Ett avstämningskonto skapas för varje aktieägare och innehåller bland annat uppgifter om ägaren, antalet aktier på kontot, huruvida aktierna i fråga är pantsatta samt om det föreligger andra inskränkningar i äganderätten. Så snart en förändring sker i äganderätten registreras det på avstämningskontot, nämnda framgår av 4 kap. 17-19 §§ LKF. 4 kap. 16 § LKF stadgar att en innehavare av aktier kan inneha ett eller flera avstämningskonton. Ett avstämningsregister däremot fungerar snarlikt med en aktiebok, dvs. där finns en förteckning upptagen över samtliga aktieägare. Således består ett avstämningsregister av flera olika avstämningskonton. Vidare kan en och samma aktieägare återfinnas i flera avstämningskonton i ett och samma avstämningsregister.<sup>50</sup>

I samband med att aktier kontoförs individualiseras de genom skapandet av en specifik ISIN-kod (International Securities Identification Number). I

---

<sup>46</sup> Ds 2010:12, s. 18f., 32ff.

<sup>47</sup> Se kap. 5.4 för vidare information om Säkerhetsdirektivet.

<sup>48</sup> Prop. 2010/11:95, s. 20f.

<sup>49</sup> Hädanefter ABL.

<sup>50</sup> Wallin-Norman, Finansiella instrument, Lärobok, s. 56, 62f.



egenskap av National Number Agency (NNA) tilldelar Euroclear Sweden de svenska kontoförda aktierna deras ISIN-kod.<sup>51</sup>

Ett värdepapperskonto förekommer i en mängd olika slag beroende på verksamhet och aktiviteter. Gemensamt kan sägas att ett värdepapperskonto syftar till att lagra en viss informationsmängd, dvs. den information som registrerats, antecknats eller noterats på kontot och därmed är att förknippa med det aktuella kontot. Kontoföringen som sådan är följaktligen ett verkstyg för att kanalisera information samt lagra denna med ändamålet att kunna ta fram informationen när den väl behövs. Ägaren av kontoförda värdepapper har ett anspråk gentemot kontohållaren, mot bakgrund av att parterna avtalat om avräkning av ömsesidiga rättigheter och skyldigheter.<sup>52</sup>

### 3.4.2 Kontoförande institut

Registreringar på avstämningskonton i samband med en aktietransaktion sker inte genom Euroclear Swedens försorg, istället har Euroclear Sweden outsourcat den delen till ett så kallat kontoförande institut (KI), vilket oftast är ett värdepappersinstitut. Om KI inte är ett värdepappersinstitut är denne inte berättigad att utföra registreringar annat än på sitt eget konto, nämnda framgår av 3 kap. 2 § LKF.

Det är följaktligen ett KI som oftast utför registreringar etc. på avstämningskontona och när en kund önskar öppna ett konto hos Euroclear Sweden måste således investeraren kontakta en KI. All efterföljande verksamhet på investerarens konto måste sedermera ske genom dennes KI, eftersom det enbart är dennes KI som är behörig att utföra nämnda uppdrag. En KI kan dock utfärda en fullmakt till en annan KI och på så vis även disponera över andra avstämningskonton. Ytterst ansvarig för registreringarna är dock clearingmedlemmarna och således inte det kontoförande institutet. Det är clearingmedlemmarna som tillgodoser att det finns likvida medel samt att det finansiella instrumentet innehas på aktuellt konto vid avvecklingstillfället. En KI verkställer följaktligen enbart en clearingmedlems instruktioner, det torde dock inte vara ovanligt att ett värdepappersinstitut agerar i egenskap av både KI och clearingorganisation.<sup>53</sup>

Sedan LKF infördes kan det konstateras att regleringarna beträffande vem som får agera såsom KI har luckrats upp en aning. Enligt 3 kap. 1 § LKF får en central värdepappersförvarare numera utse en KI i enlighet med förevarande lag. Med andra ord torde det numera vara möjligt att kontoföra finansiella instrument utan inblandning av en KI. Vidare förekommer det inte sällan att en KI lånar ut sin befogenhet till sina kontoinnehavare och således ger dem möjlighet att via Internet få tillgång till information om deras konton. Utlåningen av befogenheterna möjliggör även för

---

<sup>51</sup> Kågerman, Etik, regler och värdering på kapitalmarknaden, s. 127.

<sup>52</sup> Wallin-Norman, Finansiella instrument, Lärobok, s. 57.

<sup>53</sup> Kågerman, Etik, regler och värdering på kapitalmarknaden, s. 128f.

kontoinnehavaren att utfärda instruktioner och anmälningar beträffande kontona. Ifrågavarande konton brukar benämnas servicekonton.<sup>54</sup>

På ett KI uppställs krav enligt 3 kap. 1 § LKF avseende att det kontoförande institutet ska vara en juridisk person samt ha en betryggande kapitalstyrka samt juridisk såväl som teknisk sakkunskap. Vidare ska denne anses lämplig att utföra registreringsåtgärder i avstämningsregister hos Euroclear Sweden. Av 3 kap. 2 § LKF framgår att såväl svenska som utländska juridiska personer kan agera i egenskap av KI i Sverige. Vid antagandet av en KI ska Euroclear Sweden beakta principerna om neutralitet och fritt tillträde.<sup>55</sup> Vidare framgår av 3 kap. 6 § LKF att en KI som inte står under FI:s tillsyn i egenskap av värdepappersinstitut ändå är skyldig att lämna de uppgifter FI så önskar beträffande dess verksamhet som KI. Således behöver en KI nödvändigtvis inte inneha tillstånd av FI, dock krävs det utifall det kontoförande institutet ämnar utföra registreringar för annans räkning.

### 3.4.3 VP-systemet

Ett avstämningskonto är inte detsamma som ett värdepapperskonto, vp-konto. Till skillnad från ett avstämningskonto som enbart innehåller ett visst värdepapper, utgör ett vp-konto en sammanställning av ett antal avstämningskonton som tillhör samma investerare. Ett vp-konto kan således innehålla flera olika finansiella instrument. En ägare av finansiella instrument kan endera välja att själv vara registrerad på ett vp-konto, alternativt låta en förvaltare vilken har ett vp-konto registrerat förvalta sina aktier genom en aktiedepå. Ett vp-konto som ägaren själv är registrerad på brukar benämnas ägarkonto.<sup>56</sup> Till varje vp-konto knyts ett avkastningskonto, dit räntor, utbetalningar, inlösenbelopp samt dragningsvinster vidarebefordras.<sup>57</sup>

Ett vp-konto kan även samägas, genom ett så kallat samägandekonto där två eller flera personer gemensamt kan äga de finansiella instrument vilka finns registrerade på kontot. Dock kan enbart en av personerna vara registrerade såsom företrädare på kontot. Samtliga delägare ska dock finnas upptagna genom en förteckning som arkiveras hos dess KI.<sup>58</sup>

### 3.4.4 Förvaltare

En förvaltare är en kontohavare vilken innehar avstämningskonton för kunders räkning.<sup>59</sup> Förvaltaren agerar således som en slags företrädare för ägaren av aktierna. Vidare är det förvaltaren som ska antecknas i de

---

<sup>54</sup> Wallin-Norman, Finansiella instrument, Lärobok, s. 60f.

<sup>55</sup> För utförligare beskrivning av principerna se kap. 3.2.2.

<sup>56</sup> Kågerman, Etik, regler och värdering på kapitalmarknaden, s. 132f.

<sup>57</sup> Lundquist, m.fl., Administration av finansiella instrument – kunskap för finansiell rådgivning, s. 38f.

<sup>58</sup> Lundquist, m.fl., Administration av finansiella instrument – kunskap för finansiell rådgivning, s. 39.

<sup>59</sup> För redogörelse beträffande rättsverkningar avseende förvaltarregistrerade aktier, se kap. 5.1.2.5.

registren som följer av 4 kap. LKF avseende överlåtelser, förvärv samt andra dispositioner hos Euroclear Sweden, i dess egenskap av central värdepappersförvarare. En anmälan av en förvaltare av exempelvis en överlåtelse till Euroclear Sweden innebär följaktligen att anmälan sker för annans räkning och att det är den riktiga ägaren och inte förvaltaren som anses vara aktiens rättmätige ägare.<sup>60</sup> Av 3 kap. 7 § LKF framgår att Euroclear Sweden får medge tillstånd till en juridisk person att bedriva verksamhet såsom förvaltare. Samma villkor som uppställs på en KI krävs även av en förvaltare, dock krävs inget tillstånd av FI för att bedriva verksamhet som förvaltare. Förvaltaren ska enligt 3 kap. 8 § LKF inneha ett eller flera avstämningskonton för de finansiella instrumenten de förvaltar. Det föreskrivs dock inte att förvaltaren ska inneha särskilda konton för vardera ägare av aktierna, om en sådan reglering skulle tillämpas torde de administrativa fördelarna med förvaltarkonton komma att reduceras markant.<sup>61</sup>

---

<sup>60</sup> Wallin-Norman, Finansiella instrument, Lärobok, s. 65.

<sup>61</sup> Walin, Finansiella instrument, kontoföring och rättsverkningar, s. 30f.

# 4 Värdepapperslån och blankning

## 4.1 Inledning

Värdepapperslån (eng. *securities lending*) och blankning (eng. *short selling*) är idag vanligt förekommande dispositioner på den svenska aktiemarknaden. Utmärkande för ett värdepapperslån är att aktier lånas ut men att låntagaren ändå förvärvar äganderätten till aktierna under lånets löptid. Blankning däremot innebär att en person försäljer aktier vilka han vid försäljningstillfället endera inte var ägare till, alternativt har lånat dessförinnan och därigenom förvärvat äganderätten till aktierna. För att förstå den sakrättsliga och associationsrättsliga betydelsen av värdepapperslån och blankning krävs en beskrivning av hur dessa dispositioner är utformade, vilka parter som är inblandade samt vilka lagregleringar som är tillämpliga.

## 4.2 Användningsområden av värdepapperslån och blankning

### 4.2.1 Värdepapperslån

Ett värdepapperslån brukar även benämnas aktielån. Lånet innebär att en långgivare lånar ut sina aktier till en bestämd låntagare. Det rör sig således om en riktad transaktion. I RÅ 1965 ref. 19 kom Regeringsrätten fram till att aktielån ska anses utgöra en försträckning. Vidare deklarerar domstolen att försträckningen som sådan medför en äganderättsövergång dvs. en överlåtelse av aktierna. Lånet medför sålunda att långgivaren tillfälligt lånar ut de rättigheter såsom äganderätten och rösträtten till aktierna. Följaktligen sker i samband med ett värdepapperslån registreringar på långgivarens konto i form av först en kreditering när utlåningen sker följt av en återregistrering i samband med återlämnandet av aktierna. Det brukar dock uppställas krav på ställande av säkerhet för lånet. Generellt sett förekommer värdepapperslån främst i förvaltarregistrerade aktier genom förmedling av ett värdepappersinstitut.<sup>62</sup>

Att ett aktielån anses utgöra en försträckning är inte helt adekvat eftersom det i själva verket rör sig om en äganderättsövergång av aktierna och inte ett lån eller en försträckning. Parternas konton krediteras eller debiteras i enlighet med låneavtalet och därigenom följer de rättsverkningar som innebär att låntagaren registreras som aktieägare i såväl avstämningsregistret som i aktieägarregistret avseende de lånade aktierna. Långgivaren däremot, avregistreras i motsvarande register under låneperioden, för att sedan när

---

<sup>62</sup> Wallin-Norman, Kontorätt, rätt till kontoförda värdepapper, s. 199f.

löptiden för lånet utgår återigen registreras som ägare till aktierna i registren.<sup>63</sup>

Vid upptagande av ett värdepapperslån används i huvudsak gällande förvaltarregistrerade aktier något av branschens standardiserade standardavtal. Beträffande svenska aktier används vanligtvis Svenska Fondhandlareföreningens, vilka tagit fram ett avtal för jämbördiga parter samt ett annat avtal avseende värdepapperslån mellan en kund och ett värdepappersinstitut. Ifråga om utländska aktier tillämpas International Securities Lenders Association's (ISLA) standardavtal Global Master Securities Lending Agreement (GMSLA). Låntagaren betalar vid ett värdepapperslån en kompensation dvs. en lånepremie, till långivaren för att denne lånar aktien.<sup>64</sup>

Värdepapperslån kan fylla ett flertal funktioner på värdepappersmarknaden. Vanligast torde blankning vara, men lånet kan även syfta till att utnyttja rösträtten vid bolagsstämman<sup>65</sup> samt täcka leveransförseningar.<sup>66</sup>

## 4.2.2 Blankning

Blankning brukar delas in i äkta respektive naken blankning. Med äkta blankning avses att innehavaren har lånat aktierna före försäljningen, dvs. han innehar aktierna vid försäljningstidpunkten. Äganderätten till aktierna har således övergått till säljaren i samband med aktielånet. Naken blankning innebär att säljaren av aktierna vid försäljningstidpunkten dvs. när matchning sker, varken är ägare, innehar aktierna eller har lånat de aktier som han försäljer. Säljaren måste således i direkt anslutning till försäljningen låna motsvarande aktiemängd som han försålt för att kunna leverera aktierna dagen T+3. I samband med att löptiden för värdepapperslånet går ut, köper säljaren tillbaka samma mängd aktier och hoppas då att aktierna ska ha sjunkit i värde. Följaktligen genererar blankning möjligheten till att tjäna pengar på en nedåtgående marknad. En blankningstransaktion sker till skillnad mot ett värdepapperslån inte mellan två bestämda parter, utan sker på en reglerad marknad/MTF genom matchning.<sup>67</sup>

Blankning används inte enbart för spekulation i en nedåtgående marknad utan även vid *hedging*, *arbitrage* samt *market making*. *Hedging* brukar användas av pensionsfonder och försäkringsbolag, vilka förvärvar aktier i syfte att de på lång sikt ska öka i värde. För att fördela risken brukar de ofta blanka samma aktieslag. För de fall aktiekursen sjunker, kan de följligen begränsa förslusten genom att ha intjänat pengar genom blankningen. Genom *arbitrage* möjliggörs utnyttjandet av felprissättning på aktier. Vanligtvis utnyttjas kursdifferenser mellan exempelvis A- och B-aktier i

---

<sup>63</sup> Wallin-Norman, Kontorätt, rätt till kontoförda värdepapper, s. 200f.

<sup>64</sup> Wallin-Norman, Kontorätt, rätt till kontoförda värdepapper, s. 199f.

<sup>65</sup> För *empty voting* se kap. 6.5.

<sup>66</sup> Ek & Petersson, Den svenska marknaden för aktielån och blankning, s. 14.

<sup>67</sup> Ds 2012:10, s. 17.

syfte att erhålla en vinst från prisdifferensen emellan aktierna. Blankning genom *market making* används för att möta efterfrågan av ett visst aktieslag på marknaden dvs. underlätta tillförseln av likviditet på marknaden.<sup>68</sup>

## 4.3 Lagregleringar

3 kap. 1 § 1st. 1 men. LHF I reglerar förvaltares möjlighet att fritt förfoga över annans värdepapper, och lyder som följer:

”Om ett företag som står under tillsyn av Finansinspektionen vill ingå avtal med ägaren till ett finansiellt instrument om att företaget ska ha rätt att förfoga över det finansiella instrumentet för egen räkning, ska avtalet slutas skriftligen i en för ändamålet särskilt upprättad handling som i någon läsbar och varaktig form är tillgänglig för parterna.”

Paragrafens första stycke är enligt dess 2 st. 1 p. bl.a. inte tillämplig om företagets motpart är ett annat företag vilket står under FIs tillsyn. Paragrafen syftar förutom förvaltares möjlighet att fritt förfoga över annans värdepapper genom kommissionsförhållanden samt att pantsätta aktierna, även till förvaltares möjlighet att utlåna de förvaltarregistrerade aktierna.<sup>69</sup>

Beträffande blankning så trädde Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 236/2012 om blankning och vissa aspekter av creditswappar (blankningsförordningen) ikraft den 1 november 2012. Lag (2012:735) med kompletterande bestämmelser till EU:s blankningsförordning träder ikraft den 1 januari 2013 i Sverige. Upprinnelsen till blankningsförordningen härrör från finanskrisen år 2008, då det fanns en oro för en förstärkt nedåtgående prisspiral och därtill hörande systemrisk i samband med oron som rådde på finansmarknaden. Vidare kom flera medlemsstater att uttrycka oro under 2010 beträffande handeln med creditswappar. Denna handel ansågs vara en bidragande orsak till nedgången i grekiska statspapper. Syftet med blankningsförordningen är att öka transparensen avseende blankade aktier och creditswappar.

Förordningen bemyndigar i Sverige FI att ingripa vid ogynnsamma händelser på finansmarknaden ifall de anses utgöra ett hot mot marknadsförtroendet, alternativt utgör ett hot mot den finansiella stabiliteten. Uppkommer ifrågakvarande situationer äger FI rätt att begränsa alternativt förbjuda korta nettositioner eller blankning. Vidare ska blankning anmälas till FI när innehavet överstiger ett värde om 0,2 % av aktiekapitalet i ett bolag. För varje höjning av det emitterade aktiekapitalet i ett bolag med 0,1 % ska även en anmälan ske. När positionen har överstigit 0,5 % av det emitterade aktiekapitalet ska innehavet offentliggöras, därtill ska även varje ökning med 0,1 % offentliggöras.<sup>70</sup> Blankningsförordningen

<sup>68</sup> European Commission, Commission staff working document, Impact assessment, Accompanying document to the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Short Selling and certain aspects of Credit Default Swaps, s. 11.

<sup>69</sup> Prop. 1990/91:142, s. 147.

<sup>70</sup> Ds 2012:10, s. 19f.

medför även att ett förbud mot naken blankning införs genom att något av följande tre krav uppställs på den som försäljer aktierna. Säljaren ska endera före förvärvet ha lånat aktierna alternativt före förvärvet ha avtalat om att låna aktierna eller inneha en verkställbar fordran avseende motsvarande aktiemängd. Det tredje alternativet avser den så kallade locate-regeln, innebärandes att säljaren vid försäljningstillfället ska ha ingått en överenskommelse med en tredje part vilken kan bekräfta att aktierna lokaliserats samt vidtagit erforderliga åtgärder vilket föranleder säljaren att tro att avveckling av aktierna kan ske på avsedd dag.<sup>71</sup>

Ytterligare en legal aspekt av blankning är att blankning skatterättsligt inte beskattas som en avyttring, däremot beskattas ersättningen för utlåning som en kapitalinkomst i enlighet med 44 kap. 9 § inkomstskattelagen (1999:1229). En skatterättslig definition av blankning återfinns i 44 kap. 29 § inkomstskattelagen.

---

<sup>71</sup> Prop. 2011/12:175, s. 13.

# 5 Sakrättsliga aspekter avseende aktieöverlåtelser

## 5.1 Inledning

Ifrågavarande kapitel behandlar olika frågeställningar om godtrosvärv av aktier. Att godtrosvärv egendom medför att förvärvaren blir sakrättslig ägare till egendomen och är därigenom skyddad mot överlåtarens borgenärer. Vidare medför ett godtrosvärv rättsverkningar ifråga om rätten att förfoga över egendomen samt att personen presumeras vara ägare till egendomen. Således är det av största vikt att kunna godtrosvärv egendom eftersom många andra rättsverkningar fallerar utifall äganderätten till egendomen inte kan fastställas. Beträffande aktier är exempelvis rösträtten på en bolagsstämma avhängd äganderättspresumtionen. Ifråga om aktier i avstämningsbolag är situationen än mer speciell eftersom det rör sig om demobiliserad fungibel egendom.

## 5.2 Laga fång

### 5.2.1 Laga fång av kontorätter

Träffas ett avtal mellan två personer gällande försäljning av aktier innebär avtalet i sig inte att förfoganderätten över aktierna medens övergår från säljaren till köparen. Säljaren har således i enlighet med avtalet enbart åtagit sig att leverera X antal aktier till köparen, innebärandes att åtagandet endast kan uppfyllas genom att säljarens konto krediteras. Följaktligen medför ovan nämnda att äganderätten till kontorätten inte är att likställa med rätten till leverans utav densamma. Leveransen är således en förutsättning för att köparen ska erhålla kontorätt och därigenom även beaktas såsom ägare till aktierna. För de fall samtliga aktier på ett konto försäljs torde specialitetsprincipen avseende aktierna uppfyllas redan genom avtalet eftersom det rör samtliga aktier på ett konto där såväl aktierna såsom kontot är specialiserat. I förevarande fall menar Wallin-Norman att mot bakgrund av att aktier är immateriella tillgångar så innebär transaktionen att köparen enbart förvärvat säljarens rätt till aktierna enligt vad som finns registrerat på dennes konto, däremot har köparen inte förvärvat själva äganderätten till aktierna. Beträffande universalfång torde förvärvet avse samma rättigheter som fångesmannen ägde till sitt konto.<sup>72</sup>

---

<sup>72</sup> Wallin-Norman, Kontorätt, rätt till kontoförda värdepapper, s. 151f.



## 5.2.2 Godtrosförvärv av aktier

### 5.2.2.1 Legitimerad aktieägare

Det framgår av 6 kap. 1 § LKF att den som är antecknad på ett avstämningskonto ska anses vara ägare och därigenom berättigad att förfoga över aktierna med undantag för de begränsningar som framgår av avstämningskontot. Paragrafen legitimerar således äganderätten till aktierna, vidare framgår även av förevarande paragraf att den som är antecknad som ägare till aktier i ett avstämningsregister presumeras vara ägare till aktierna. Äganderättspresumtionen bryts om det framgår att det finns förfoganderättsbegränsningar registrerade på avstämningskontot såsom exempelvis pantsättning.

Mot bakgrund av ovan nämnda torde det vara mycket svårt att göra gällande äganderätt till kontoförda aktier utan att vara registrerad såsom ägare till aktierna i avstämningsregistret. Det förefaller dock märkligt med beaktande av att någon faktisk kontroll av huruvida säljaren är registrerad som ägare till aktierna endast sker i undantagsfall. Att upprätthålla en sådan kontroll torde emellertid vara mycket svårt eftersom en aktieaffär avvecklas först dagen T + 3. Sagda medför att säljaren kommer att stå som ägare till aktierna intill dagen T + 3, även fast själva överlåtelsen egentligen sker dagen T. Ytterligare en aspekt avseende aktieöverlåtelsens äganderättsövergång avser det faktum att aktier utgör fungibel egendom och därmed inte är individualiserad. Det är således mycket svårt för en förvärvare av aktier att på förhand kontrollera att överlåtaren ägde aktierna ifråga. Köparen har således att förlita sig på att Euroclear Sweden, de kontoförande instituten som är inblandade i affären samt clearingmedlemmarna, har företagit de registreringsåtgärder vilka åvilar dem.<sup>73</sup>

### 5.2.2.2 Skydd mot överlåtarens borgenärer

Enligt 6 kap. 2 § LKF stadgas att genom registrering i avstämningsregistret vinner den nye ägaren skydd mot överlåtarens borgenärer, såtillvida det inte rör inskränkningar i form av exempelvis panträtt vilken var registrerad dessförinnan. För de fall sådan registrering finns upptagen tillämpas 6 kap. 4 § 2 men. LKF.<sup>74</sup> Sakrättsligt skydd uppkommer således vid registrering ifråga om avstämningsbolag.<sup>75</sup> Följaktligen tillämpas inskrivningsprincipen ifråga om överlåtelse av aktie i avstämningsbolag.<sup>76</sup> Den relevanta tidpunkten för när ett förvärv anses sakrättsligt skyddat är när Euroclear Sweden underrättats om överlåtelsen och därmed för in en anteckning att en

<sup>73</sup> Beckman, m.fl., Lagarna på värdepappersområdet, En kommentar till insiderlagen m.fl. lagar, s. 373f.

<sup>74</sup> Observera att lag (1986:796) om godtrosförvärv av lösöre inte är tillämplig på aktieöverlåtelser enligt dess 1 § eftersom frågan regleras av LKF.

<sup>75</sup> Avseende kupongbolag uppkommer sakrättsligt skydd genom tradition av aktiebrevet. Lag (1936:81) om skuldebrev 13,14 och 22 §§ är tillämpliga ifråga om överlåtelse av aktier i kupongbolag.

<sup>76</sup> Jfr. 2 kap. 9 § sjölagen (1994:1009).

överlåtelse har skett samt att förvärvaren var i god tro vid överlåtelsestillfället.<sup>77</sup> I förevarande fall anses begreppet god tro betyda att förvärvaren inte ägde kännedom eller borde ägt kännedom om det tidigare förvärvet respektive att överlåtaren av aktierna inte var dess rättmätige ägare.<sup>78</sup> En anmälan om registrering innebär således inte att förvärvaren blir upptagen i avstämningsregistret. Anmälan kan ske dagen T medan den slutliga avvecklingen och således även registrering i avstämningsregistret sker dagen T + 3.<sup>79</sup> Om överlåtaren går i konkurs mellan dagen T och T + 3, dvs. när anmälan om förvärvet har skett men någon registrering ännu inte skett, skyddas köparen och aktien ingår följaktligen inte i konkursen. Nämda gäller även ifall konkursen var registrerad på kontot dagen T + 3.<sup>80</sup>

### 5.2.2.3 Tvesala eller obehörighet hos överlåtaren

Beträffande fall av dubbelöverlåtelse av en aktie dvs. när aktien har överlåtits till flera olika personer var för sig, stadgar 6 kap. 3 § LKF att den som registrerades först som ny ägare till aktien äger företräde framför de andra förvärvarna, såvitt förvärvaren var i god tro och således inte kände till de andra överlåtelseerna. Mot bakgrund av att aktier är fungibel egendom torde förevarande paragraf bli mycket svår att tillämpa rent praktiskt ifråga om aktieförvärv. Wallin-Norman menar att det kan ifrågasättas om det överhuvudtaget rör sig om en dubbelöverlåtelse när en person överlåter samma aktier vilka finns registrerade på dennes konto till två olika förvärvare. Möjligtvis torde den senare förvärvaren inte vara sakrättsligt skyddad om denne kände till att en överlåtelse skett till en annan person dessförinnan, även om vederbörandes transaktion registrerats först. Dock anför Wallin-Norman att det likagärna kan hävdas att mot bakgrund av aktiernas fungibla natur och att de inte är individualiserade på kontot, så är inte heller aktierna direkt utpekade och följaktligen besitter kontohavaren endast en registrerad äganderätt till X antal aktier. Således faller innebörden av begreppet ”samma värdepapper” vilket används i paragrafens första stycke, därigenom torde paragrafens tillämpningsområde inte omfatta aktier.<sup>81</sup> Det är således inte en sakrättslig fråga som uppkommer i förevarande fall utan en fråga av obligationsrättslig natur.<sup>82</sup>

Förevarande paragraf behandlar även frågan när för många aktier har försålts jämfört mot vad som fanns registrerade på kontot. I ifrågavarande fall är registreringstidpunkten avgörande för att uppnå en sakrättsligt skyddad överlåtelse av aktierna. Således kommer de anmälningar om

---

<sup>77</sup> Prop. 1997/98:160 s. 131.

<sup>78</sup> Millqvist, Sakrättens grunder, En lärobok i sakrättens grundläggande frågeställningar avseende lös egendom, s. 70.

<sup>79</sup> Afrell, Karnov Internet, lag (1998:1479) om kontoföring av finansiella instrument, 5 kap. 1 §, not. 65.

<sup>80</sup> Beckman, m.fl., Lagarna på värdepappersområdet, En kommentar till insiderlagen m.fl. lagar, s. 375f.

<sup>81</sup> Beckman, m.fl., Lagarna på värdepappersområdet, En kommentar till insiderlagen m.fl. lagar, s. 376f.

<sup>82</sup> Afrell, Karnov Internet, lag (1998:1479) om kontoföring av finansiella instrument, 6 kap. 3 §, not. 69.

aktieförvärv vilka skett senare än det första att prövas mot antalet aktier som är disponibla på kontot. Dock, kan säljaren lösa bristen fram till leveransdagen genom att denne exempelvis äger förvaltarregistrerade aktier alternativt genom att själv köpa eller låna motsvarande aktier så att leveransen kan ske.<sup>83</sup> Några rättsfall synes inte finnas på området.

#### 5.2.2.4 Andra former utav godtrosförvärv

6 kap. 4 § LKF behandlar frågan huruvida det är möjligt att godtrosförvärva aktier som försålles av någon som inte ägde dem och situationen inte berörs av 6 kap. 2 och 3 §§ LKF. Det uppställs i paragrafens första mening tre fristående kriterier vilka ska vara uppfyllda för att ett godtrosförvärv ska ha ägt rum. För det första ska överlåtaren vara antecknad i avstämningsregistret såsom ägare till aktien vid förvärvstidpunkten. Vidare ska en anmälan beträffande den aktuella överlåtelsen ha antecknats i den dagliga journalen hos Euroclear Sweden. Slutligen ska förvärvaren vid överlåtelsestillfället varit i god tro dvs. att han varken kände till eller borde känt till att överlåtaren inte var ägare till aktierna. Walin menar angående det första rekvisitetet att en preliminär anteckning i registret torde vara tillräckligt för att rekvisitetet ska anses uppfyllt. Kriterierna är emellertid inte uttömmande, mot bakgrund av om det på avstämningskontot fanns några rådhetsinskränkningar antecknade, vilka även skulle medfört att rättmätig ägare till aktierna inte skulle vara behörig att förfoga över aktien. För tillämpandet av förevarande paragraf är det oväsentligt varför överlåtaren inte var rätt ägare till aktierna. För de fall överlåtaren var rättmätig ägare till aktien men om denne överlätit aktien innan aktuellt överlåtelsestillfälle är förevarande paragraf inte applicerbar, istället ska 6 kap. 3 § LKF tillämpas.

Andra meningen i paragrafen behandlar de fall vid vilken rätt ägare överlät aktien men att denne var förhindrad pga. rådhetsinskränkningar att förfoga över aktien. För att förevarande paragraf ska bli tillämplig uppställs dock krav på att någon anteckning i avstämningsregistret avseende rådhetsinskränkningen inte ska ha skett. Därutav följer att ifall anteckning i avstämningsregistret skett i enlighet med 4 kap. 17 och 18 §§ LKF torde det följaktligen vara möjligt att göra ett godtrosförvärv av aktierna.<sup>84</sup>

#### 5.2.2.5 Rättsverkningar avseende förvaltarregistrerade aktier

Det framgår av 3 kap. 10 § LKF att vad som stadgas i dess 6 kap. 1 och 4 §§ istället för att omfatta aktiens ägare ska omfatta den som är registrerad som förvaltare. Vidare stadgas att den som är registrerad som förvaltare har rätt att förfoga över aktierna såtillvida de inte omfattas av begränsningar vilka framgår av kontot. Ifråga om underrättelse av begränsningar för förvaltare tillämpas principen om denuntiation från tredje man till förvaltaren för att

---

<sup>83</sup> Beckman, m.fl., Lagarna på värdepappersområdet, En kommentar till insiderlagen m.fl. lagar, s. 377.

<sup>84</sup> Walin, Finansiella instrument, kontoföring och rättsverkningar, s. 87ff.

tredje man ska uppnå sakrättsligt skydd. Walin menar att det förefaller oklart vad det egentligen innebär att förvaltaren ska presumeras äga rätt att förfoga över aktien. Visserligen ska det framgå av en anmärkning i avstämningsregistret att aktien är förvaltarregistrerad för annans räkning, dock torde enligt Walin rättsverkningarna därutav innebära att förvaltaren presumeras äga rätt att förfoga över aktierna. Förevarande medför sålunda att godtrosvärförvärv av aktien kan äga rum trots att förvaltaren är registrerad i avstämningsregistret och att det däri framgår att vederbörande inte är ägare till aktien som han överlåter.<sup>85</sup>

Beträffande 6 kap. 4 § LKF torde paragrafen tolkas så att den omfattar någon som inte ägde förfoga över aktien i egenskap av förvaltare. I annat fall torde rättsläget bli tämligen snedvidet mot bakgrund av att förvaltaren är registrerad som ägare i avstämningsregistret, men är ändå inte aktiens rättmätige ägare. Bestämmelsen torde således syfta till en situation när en överlåtare inte ägde rätt att överlåta aktierna eftersom vederbörande inte var ägare till aktierna alternativt om det fanns andra rådighetsinkränkningar registrerade på kontot. Ifall förvaltaren överlåter aktierna torde förvärvet bli giltigt såvitt förvaltaren stod antecknad i avstämningsregistret såsom ägare till aktierna. Därutöver krävs för att uppnå ett godtrosvärförvärv att underrättelse om förvärvet lämnats till förvaltaren och förvärvaren inte insåg eller borde ha insett att denne förvärvade aktierna från en person vilken saknade behörighet att förfoga över aktierna.<sup>86</sup>

Förvaltarregistrerade aktier föranleder inte att varken Euroclear Sweden eller det kontoförande institutet ska vidta några särskilda åtgärder beträffande registrering av aktierna såvitt aktierna inte ska överföras till en förvärvares konto i samband med en överlåtelse.

Att låta förvaltarregistrera sina aktier kan tyckas ingripande mot bakgrund av att förvaltaren enligt 6 kap. 1 § LKF äger förfoga över de ifrågavarande aktierna. Aktiens ägare kan emellertid när som överlåta eller låta pantförskriva aktierna och sedermera denuntiera förvärvet till förvaltaren. Det åligger därefter förvaltaren att tillse att anmälan om överlåtelsen införs i avstämningsregistret. Ifråga om pantförskrivning ska anteckning endast nedtecknas på ägarens innehavandekonto hos förvaltaren. Denuntiation från aktieägare till förvaltaren avseende en disposition anses ge motsvarande rättsverkningar som en registrering i avstämningsregistret medför.<sup>87</sup>

I 3 kap. 3 § LHFJ anges att om ett företag som omfattas av 3 kap. 1 § LHFJ dvs. en förvaltare vilken står under FI:s tillsyn, har emottagit finansiella instrument som pant, äger denne i sin tur rätt att återpanta alternativt överlåta pantträtten. De pantsatta aktierna får emellertid inte återpantas eller överlåtas med strängare villkor eller till ett högre belopp än till de villkor vilka gäller gentemot pantsättaren. Vidare fordras i förevarande fall

---

<sup>85</sup> Walin, Finansiella instrument, kontoföring och rättsverkningar, s. 99f.

<sup>86</sup> Beckman, m.fl., Lagarna på värdepappersrådet, En kommentar till insiderlagen m.fl. lagar, s. 336f.

<sup>87</sup> Walin, Finansiella instrument, kontoföring och rättsverkningar, s. 100f.

att ett så kallat förfogandeavtal ska undertecknas mellan parterna. Ett förfogandeavtal ska även undertecknas för de fall förvaltaren avser använda aktierna för aktielån samt om kunden avser att belåna sina egna aktier, en allt mer vanlig företeelse på aktiemarknaden.<sup>88</sup>

### 5.3 Pantsättning av aktier

Enligt 6 kap. 7 § LKF ska bestämmelserna i 6 kap. 1 och 4 §§ LKF även tillämpas ifråga om pantsättning av aktier. Vidare ska anteckning avseende pantförskrivningen ske på kontot i enlighet med 4 kap. 17 § LKF, så snart pantsättningen har skett. Walin menar att den legitimation som avses i 6 kap. 1 § LKF medför att panthavaren äger rätt att förfoga över panträkten. Vidare innebär även förevarande paragraf att panthavaren innehar rätt att överlåta panträkten med bibehållen prioritet samt att återpantsätta densamma.<sup>89</sup> Av 6 kap. 2 § LKF följer att panthavaren så snart anteckning skett på kontot är skyddad gentemot pantupplåtarens borgenärer. Följaktligen är tidskillnaden emellan när själva pantavtalets sluts samt när anteckning sker beträffande att pantsättning utav aktierna skett, av avgörande betydelse för panthavarens skydd gentemot pantupplåtarens borgenärer. Denuntiation till kontohållaren utgör således det sakrättsliga momentet, vilket medför att panthavaren blir sakrättsligt skyddad.

Av 6 kap. 3 § 1 st. LKF framgår vad som gäller om tvesala uppstår beträffande aktier vilka har pantsatts. Som förklaras ovan i kap. 5.1.2.2 bestäms vem som äger bäst rätt att pantsätta aktier utav tidpunkten för anteckning i registret. För de fall anteckningarna skett vid exakt samma tidpunkt avseende datum och klockslag, äger de båda panthavarna lika rätt. Walin menar att pantsättaren oavsett huruvida tradition har skett av ett aktiebrev i kupongbolag, är berättigad att bestämma ordningen emellan panthavarna i pantavtalet. Han anser vidare att förevarande resonemang torde vara tillämpligt beträffande finansiella instrument i enlighet med 6 kap. 7 § LKF. Walin anför ytterligare en aspekt beträffande tvesalsituationer och hävdar att en panthavare vilken erhållit inskrivning med ett lägre nummer, ändock kan vara berättigad att överlåta panträkten i enlighet med prioriteringsordningen. Därigenom kan ett godtrosvärv komma att ändra den från början avtalade turordningen. Ifrågavarande paragraf är även tillämplig för de fall konkurrens uppstår emellan försäljning av aktien och en pantsättning av densamma. Även här tillämpas principen att den som anmälde förvärvet först äger företräde.

Beträffande situationen när äganderättsöverlåtelsen skedde först, kan panthavaren förutsatt att vederbörande var i god tro vid tidpunkten för anmälan av förvärvet göra panträkten gällande. Om vederbörande däremot var i ond tro angående förvärvet vid anmälningsstidpunkten, får denne istället vända sig emot pantutställaren med sina anspråk. Gällande situationen om pantupplåtelsen antecknats först, är den även giltig gentemot den nya ägaren

---

<sup>88</sup> Prop. 1990/91:142 s. 147f.

<sup>89</sup> Walin, Finansiella instrument, kontoföring och rättsverkningar, s. 95f.

av aktierna, förvärvet är däremot fortfarande giltigt. Förevarande paragraf är på motsvarande sätt, såsom ovan har beskrivits även tillämplig beträffande återpantställning av aktierna. 6 kap. 3 § 2 st. LKF behandlar frågan huruvida ett godtroshärvärv har skett. För att kriterierna ska anses vara uppfyllda krävs god tro avseende äganderätten av aktierna samt eventuellt innehav av panträtt i aktierna.<sup>90</sup>

I samband med pantsättning av aktier, skapas ett nytt vp-konto, ett så kallat pantkonto, i pantutställarens namn dit de pantsatta aktierna överflyttas så att de blir en enskild enhet som är enklare att överblicka. Beroende på pantavtalets utformning kan panthavaren även överta de ekonomiska rättigheterna exempelvis rätten till utdelning, vilka är förenade med aktieägandet. Rättigheter av ifrågakarande slag brukar vanligtvis registreras på kontot. För de fall en sådan registrering inte skett är pantavtalet avseende den delen verkningslös och panthavaren är därmed inte berättigad att göra gällande de ekonomiska rättigheterna som följer av pantavtalet. Normalt sett inskränker sig emellertid panthavarens förfoganderätt till att realisera panten om betalning uteblir dagen när fordringen är förfallen till betalning.<sup>91</sup> Den största risken avseende pantsättning av aktier torde uppstå om aktiekursen sjunker, vilket medför att värdet på panten även minskar. Däremot minskar inte storleken på lånet som pantförskrivningen syftar till att säkerställa. Följaktligen kan det uppstå en diskrepans mellan lånet och säkerheten, vilket kan komma att leda till att pantupplåtare är nödgad att ställa ytterligare säkerheter. Fallor börsen kan det vara mycket svårt att tillhandahålla en sådan ytterligare säkerhet i form av pant i aktier. Om dessutom inte låntagaren amorterar på lånet och därigenom tillser att lånets värde i förhållande till pantens värde är tillfredställande, kan panthavaren komma att realisera panten och följaktligen amortera på lånet.<sup>92</sup>

Kontohållaren samt Euroclear Sweden har för att inte riskera skadeståndsskyldighet enligt 7 kap. LKF att beakta kontohållarens såväl som panthavarens rättigheter i enlighet med registreringarna i avstämningsregistret. Skyldighet uppstår således för kontohavare att iaktta de registreringar som finns avseende aktierna och vidare inte tillåta ytterligare registreringar som står i strid mot befintliga. Förhållandet mellan parterna kan jämföras med en depositaries vårdplikt av pantsatt egendom.<sup>93</sup>

## 5.4 Säkerhetsdirektivet

Europaparlamentets och rådets direktiv 2002/47/EG om ställande av finansiell säkerhet publicerades i juni 2002. Direktivet syftar till att på den gränsöverskridande värdepappersmarkanden underlätta användandet av säkerheter. Med säkerheter avses främst säkerställande av panträtter och säkerhetsöverlåtelser. Följaktligen tar Säkerhetsdirektivet främst sikte på

<sup>90</sup> Walin, Finansiella instrument, kontoföring och rättsverknningar, s. 96f.

<sup>91</sup> Wallin-Norman, Finansiella instrument, Lärobok, s. 92ff.

<sup>92</sup> Kågerman, Etik, regler och värdering på kapitalmarknaden, s. 523.

<sup>93</sup> Wallin-Norman, Finansiella instrument, Lärobok, s. 95.

avtal ingångna mellan två parter. Direktivet har främst medfört ändringar i konkurslagen, lag om företagsrekonstruktion samt i LHFI. Artikel 5 i direktivet stadgar att parter fritt ska kunna avtala om förfoganderätten avseende säkerheter. För närvarande uppställs i 3 kap. 1 § LHFI ett krav på slutande av skriftligt förfogandeavtal, vilket således inte överensstämmer med direktivet. Lösningen blev ett tillägg där undantag görs ifråga om finansiella säkerheter vilka omfattas av direktivet. I samband med införlivande av Ändringsdirektivet infördes endast smärre förändringar i konkurslagen avseende säkerhetsöverlåtelser.<sup>94</sup>

## 5.5 Aktieägares separationsrätt i förvaltares konkurs

Fråga uppkommer huruvida separationsrätt föreligger avseende återpansatta aktier om förvaltaren går i konkurs. FI menar i en rapport avseende konsumentskyddet på finansmarknaden, att genom att underteckna ett förfogandeavtal kan aktieägares tillgångar komma att ingå i förvaltares konkursbo. Således kan förfogandeavtalet medföra att separationsrätten mellan kunden och förvaltarens medel bryts.<sup>95</sup> Emellertid kommer kunden vid en förestående konkurs att bli ersatt intill ett belopp om 250 000 kronor i enlighet med lagen (1999:158) om investerarskydd. Svenska Fondhandlareföreningens vd Kerstin Hermansson menar dock att separationsrätten inte bryts i anledning av förvaltarens konkurs och att kunden därmed har rätt att utfå sina aktier. Hon anför dock inga skäl till sin slutsats men tillägger att kunden ändock bör vara på sin vakt i händelse av förvaltares konkurs. Vidare framhåller hon att det är viktigt att kunden tillser att denne betalar till rätt värdepappersinstitut för att återfå aktier vilka har återpansatts av förvaltare. Betalar kunden inte i enlighet med givna instruktioner som stadgar att skulden ska betalas till återpanthavaren, utan istället betalar motsvarande till konkursboet, kan han riskera att även behöva betala till återpanthavaren för att utfå de pantsatta aktierna.<sup>96</sup>

I rättsfallet NJA 2009 s. 79 deklarerar HD att ett leasingavtal vari det avtalats om fri förfoganderätt till leasingegendomen, inte sätter separationsrätten ur spel såvitt förfoganderätten inte utnyttjats. HD anför att frågeställningen även är relevant beträffande aktier vilka har lämnats till en fondförvaltare med fri förfoganderätt i syfte att pantsätta aktierna eller använda dem för aktielån. HD beaktade i sin bedömning den rättsliga principen vilken kommer till uttryck i 53 § 1 st. i den äldre kommissionslagen (1914:45). Bestämmelsen stadgar att varor vilka lämnats från en kommittent till en kommissionär i försäljningssyfte förblir i kommittentens ägo intill dess försäljning skett till tredje man. Följaktligen reglerar bestämmelsen situationen när någon besitter annans egendom utan att erhållit laga fång till densamma. Ifråga om pantsättning av godset konstaterar HD att ifall en panthavare erhåller fri förfoganderätt över

<sup>94</sup> Ds 2010:12, s. 43.

<sup>95</sup> Finansinspektionen, Konsumentskyddet på finansmarknaden, 2009:10, s. 32.

<sup>96</sup> Suneson, Belånade depåer säkra vid konkurs.

panten, så kallat *pignus irregulare*, bibehålls panthavarens äganderätt avseende den pantsatta egendomen såvitt panthavaren inte utnyttjat förfoganderätten. Mot bakgrund därav konstaterar således HD att om panthavaren inte utnyttjat förfoganderätten avseende den pantsatta egendomen, så bibehåller pantsättaren separationsrätt till egendomen i panthavarens konkurs.

Separationsrätt kan även föreligga genom lagen (1944:181) om redovisningsmedel. Det ställs i lagen upp följande rekvisit för att separationsrätt ska anses föreligga när huvudman har förvarat fungibel egendom hos syssloman. För det första ska sysslomannen ha emottagit medlen för huvudmannens räkning med en skyldighet att redovisa för dem. Vidare ska medlen hållas avskilda och avskiljandet ska ha skett utan dröjsmål. Aktierna måste således kunna identifieras hos sysslomannen, dvs. förvaltaren torde vara tvungen att inneha en persons aktier på separat konto, även om flera huvudmäns aktier innehas av förvaltaren på ett och samma vp-konto.<sup>97</sup>

Ytterligare en lagreglering vilken skulle kunna tillämpas i förevarande fall torde enligt Wallin-Norman vara 3 kap. 3 § konkurslagen. Mot bakgrund av att förvaltarkonton öppnas i ägarens ställe och att den aktuella paragrafen stadgar att enbart egendom som tillhör boet ska inräknas i konkursen.<sup>98</sup>

---

<sup>97</sup> Håstad, Sakrätt avseende lös egendom, s. 155f.

<sup>98</sup> Wallin-Norman, Kontorrätt, rätt till kontoförda värdepapper, s. 220.



# 6 Aktiebolagsrättsliga aspekter avseende aktieförvärv

## 6.1 Inledning

Förevarande kapitel behandlar de rättsverkningar som en börstransaktion medför på det associationsrättsliga planet såsom exempelvis vem som äger rösta på bolagsstämman. Vidare problematiseras frågeställningarna utifrån att det rör sig om lånade aktier. Kapitlet redogör även kortfattat för en alltmer vanligt företeelse utomlands: *empty voting* och *risk-decoupling*. *Empty voting* och *risk-decoupling* hade, som ovan påpekats, självständigt kunnat utgöra ämnet för en examensuppsats. De utgör inte desto mindre associationsrättsliga företeelser vilka är nära sammanlänkade med aktielån och blankning varpå de nedan presenteras på ett övergripande plan.

## 6.2 Aktiebok

Det föreskrivs i 5 kap. 1 § ABL att det i ett aktiebolag ska finnas en aktiebok innehållandes uppgifter om bolagets ägare samt dess aktier. Syftet med en aktiebok är att påvisa vilka aktieägare som är legitimerade att utöva sina rättigheter gentemot bolaget. Vidare ger aktieboken möjlighet att överblicka ägarförhållandena i bolaget. Av 4 kap. 37 § ABL framgår att en aktieägare inte äger rätt att utöva sina rättigheter gentemot bolaget förens dess han är införd i bolagets aktiebok. Enligt 4 kap. 5 § LKF stadgas att aktiebrev inte får utfärdas i ett avstämningsbolag. Vidare framgår av 5 kap. 13 och 14 §§ ABL att så fort Euroclear Sweden har infört en aktieägare på ett avstämningskonto, så ska aktieägaren omedelbart införas i bolagets aktiebok. Således verkar införandet av en aktieägare i bolagets aktiebok som den associationsrättsligt bindande faktorn och registreringen av aktieägaren på avstämningskontot i enlighet med LKF utgör den sakrättsligt bindande legitimationen. Mot bakgrund av Euroclear Swedens skyldighet att upprätthålla och tillse aktualiteten på avstämningskonton enligt LKF samt att även ombesörja uppdatering av aktieboken jämte regleringarna i ABL, kommer de båda registerna att korrelera med varandra. Följaktligen för Euroclear Sweden två parallella register för varje aktietransaktion som sker.<sup>99</sup>

Det finns emellertid två orsaker vilket kan föranleda en diskrepans emellan de personer dvs. aktieägare och förvaltare som är införda i avstämningsregistret respektive i aktieboken. Det första undantaget avser förvaltarregistrerade aktier där aktiens ägare begärt att bli införd i bolagets aktiebok för att kunna utöva rösträtt vid bolagets bolagsstämma. Det föreskrivs i 7 kap. 2 § ABL att rätten att delta på bolagsstämma tillkommer

---

<sup>99</sup> Wallin-Norman, Kontorätt, rätt till kontoförda värdepapper, s. 106f.

den som enligt 7 kap. 28 § 3 st. ABL finns upptagen i aktieboken fem vardagar före bolagsstämman äger rum. För att tillse att aktieägaren får möjlighet att delta på bolagsstämman införs denne i aktieboken på avstämningsdagen dvs. fem vardagar före bolagsstämman äger rum. Förvaltaren kvarstår dock som kontohavare i avstämningsregistret för kundens samtliga aktier. Enligt 5 kap. 15 § ABL ska aktieägaren så snart avstämningen skett strykas från aktieboken. Den andra undantagssituationen uppkommer i samband med att någon förvärvat aktier vilka är förenade med en hembudsklausul. Av 4 kap. 35 § ABL framgår att ägare som förvärvat aktier av förevarande slag inte får införas i bolagets aktiebok förens dess frågan om aktiernas lösenrätt har avgjorts. Förvärvaren kommer dock att vara införd i avstämningsregistret under tiden och omfattas av de rättsverkningar vilka följer därav. Beroende på villkoren i bolagets bolagsordning kan det dock komma att dröja tills ägaren införs i aktieboken och därmed äger rösta på bolagsstämman.<sup>100</sup>

### 6.3 Aktieägares förvaltarbefogenheter

Åtskillnad brukar göras emellan aktiv och passiv aktieägarlegitimation. Med aktiv legitimationen avses aktieägares rätt att utöva sin aktierätt i bolaget, vilket även framgår av 4 kap. 37 § ABL. Den passiva legitimationen däremot utgörs av att aktieägaren registreras i aktieboken. Detta medför att aktiebolaget medger rätt till aktieägaren att utöva aktierätt i bolaget.<sup>101</sup> Fråga uppkommer vem som är berättigad att såsom aktieägare utöva rösträtt på bolagets bolagsstämma när en aktieägare försålt sina aktier inom den fem dagarsfristen som föreskrivs i 7 kap. 28 § 3 st. ABL, dvs. vederbörande är inte längre att beakta såsom ägare till aktierna. Oaktat ägandeskapet finns dock personen upptagen i bolagets aktiebok fem dagar före bolagsstämman och är därmed röstberättigad på stämman.

Rodhe och Nial menar att den aktieägare som är införd i aktieboken dagen när bolagsstämman äger rum är berättigad att delta i densamma. Detsamma gäller för de fall aktierna har försålts efter avstämningsdagen, vederbörande äger således även där rätt att delta på stämman. Dock framstår rättsläget enligt Rodhe och Nial såsom oklart i de fall aktierna försålts före avstämningsdagen men ändock finns upptagna i aktieboken.<sup>102</sup> Wallin-Norman anser att det klart och tydligt framgår av 7 kap. 2 § 1 st. ABL att den som äger delta på bolagsstämman ska vara införd i aktieboken fem dagar före dagen då bolagsstämman hålls. En aktieägare ska således inte kunna legitimera sig såsom aktieägare på något annat sätt.<sup>103</sup> Ovan nämnda innebär följaktligen att den som förvärvat aktie fem vardagar före bolagsstämman inte äger rätt att delta på densamma vilket även medför att

---

<sup>100</sup> Wallin-Norman, Finansiella instrument, Lärobok, s. 68ff.

<sup>101</sup> Wallin-Norman, Finansiella instrument, Lärobok, s. 70.

<sup>102</sup> Rodhe, Rodhes aktiebolagsrätt s. 170f., samt Nial, Svensk associationsrätt i huvuddrag, s. 156f.

<sup>103</sup> Wallin-Norman, Kontorrätt, rätt till kontoförda värdepapper, s. 109.

den före detta ägaren är berättigad att delta på bolagsstämman.<sup>104</sup> I fråga om aktielån regleras äganderättsövergången och sålunda röstningen genom följande klausul i Fondhandlareföreningens allmänna villkor för värdepapperslån:

”Parterna är införstådda med att äganderätten till Utlånade Värdepapper respektive Säkerhetstillgångar övergår från Långgivaren respektive Säkerhetsgivaren till Låntagaren respektive Säkerhetstagaren. Äganderätten ersätts därigenom med en fordran på att återfå Jämförbara Värdepapper respektive Jämförbara Säkerhetstillgångar. Såvitt gäller aktier innebär äganderättsövergången bl.a. att rösträtten till aktierna ej längre tillkommer Långgivaren respektive Säkerhetsgivaren, förutom beträffande rösträtt i svenska avstämningsbolag som tillkommer denne på grund av att denne fortfarande är upptagen som aktieägare i sådan utskrift av aktieboken som avses i 7 kap. 28 § tredje stycket aktiebolagslagen (2005:551).”<sup>105</sup>

Äganderätten till aktierna och sedermera även rätten att rösta på bolagsstämman övergår således helt ifråga om värdepapperslån undantaget situationen när långgivaren är upptagen i aktieboken dvs. fem dagar före bolagsstämman och därefter lånat ut aktierna. I förevarande fall äger långgivaren rösta på stämman.

Utifall att en person har invändningar beträffande kontoföringen har denne att vända sig till Euroclear Sweden alternativt sin KI för att väcka talan avseende ändring alternativt begäran om rättelse i avstämningsregistret. Talan kan även komma att väckas mot den förvaltare vilken registrerat den påstådda ägaren i aktieboken. En eventuell tvist av förevarande slag kommer dock inte att avse äganderätten sakrättsligt sett.<sup>106</sup>

## 6.4 Ekonomiska rättigheter avseende aktieäggande

Det stadgas i 4 kap. 39 § ABL att en aktieägare alternativt förvaltare som är införd i aktieboken på avstämningsdagen samt i enlighet med 4 kap. LKF även är antecknad i avstämningsregistret är legitimerad att utöva de ekonomiska rättigheterna. Exempelvis är denne behörig att bl.a. emotta vinstutdelning, nya aktier vid fondemission, teckningsrätter vid nyemission av aktier, betalning i samband med minskning utav aktiekapitalet samt betalning i samband med utskiftning om bolaget träder i likvidation. Förvaltare som har utövat någon ekonomisk rättighet som följer av 4 kap. 39 § ABL ska sedermera redovisa vad han emottagit till sin kund i enlighet med depåavtalet.<sup>107</sup>

---

<sup>104</sup> Prop. 1975:103 s. 387f.

<sup>105</sup> Svenska Fondhandlareföreningen, Allmänna villkor för värdepapperslån jämbördig motpart, p. 4.

<sup>106</sup> Wallin-Norman, Kontorrätt, rätt till kontoförda värdepapper, s. 110.

<sup>107</sup> Wallin-Norman, Finansiella instrument, Lärobok, s. 72f.

Av 4 kap. 40 § ABL framgår att den som enligt 4 kap. 18 § 6-8 p. LKF är antecknad i avstämningsregistret istället för aktieägaren ska äga rätt att utöva de aktierätter vilka följer av 4 kap. 39 § ABL. Paragrafen syftar till den personkrets vilken har antecknats i den så kallade panthavarförteckningen. I förteckningen upptas panthavare, förmyndare samt de som äger behörighet genom villkorade testamenten eller gåvobrev.<sup>108</sup>

Beträffande ägarrätten till aktier så är denna immateriell och kan således inte besittas. Därigenom följer att någon materiell äganderätt inte heller kan fastställas genom att fästa vikt vid några materiella fysiska faktorer. Registrering genom kontoföring är således det sakrättsligt bindande momentet, vilket även följer av dematerialiseringen av aktier. Följaktligen uppstår paradoxen att förvaltare som finns registrerade på kontorätter inte är ägare till aktierna samtidigt som äganderätt av aktier inte kan uppkomma utan kontoföringen.<sup>109</sup>

## 6.5 "Empty voting"

Röstning på bolagsstämman kan sägas utgöra kärnan avseende bolagsstyrning i ett avstämningsbolag. Vanligtvis baseras bolagsstyrningen på deisen; att en aktie ska vara värd en röst på stämman.<sup>110</sup> "Empty voting", "encumbered shares" eller "risk-decoupling" avser när en person ofta en agent, lånar alternativt förvärvar aktier genom olika dispositioner i syfte att förvärva rösträtter i bolaget utan att bära den ekonomiska risken, däremot har personen ett ekonomiskt intresse i bolaget.<sup>111</sup> Situationen ska således skiljas från "vote buying" där rösträtten i bolaget försäljs. Vote buying brukar emellertid vara förbjudet i flertalet common law jurisdiktioner.<sup>112</sup> Empty voting kan uppnås på flera olika sätt, nedan kommer några av dem att beskrivas.

Ett exempel är genom användandet av framtida derivat, dvs. när A på förhand har avtalat med B att på en framtida bestämd dag försälja X antal aktier av ett visst aktieslag till Y kronor styck. A erhåller således en garanti att försälja aktierna för ett visst pris och står därmed inte någon ekonomisk risk, men bibehåller emellertid rösträtten till aktierna under tiden denne är ägare till aktierna. Följaktligen är det ovidkommande för A om aktiepriset sjunker under försäljningspriset till följd av ett stämmobeslut. Ett annat exempel är användandet av swap derivat, där A ersätter B för de förluster som eventuellt kan uppstå i aktien X under en specifik tidsperiod. Motsattvis förbinder sig B att till A utge vinsten vilken aktien X genererar under den aktuella tidsperioden. A håller således den "långa positionen" medan B intar den "korta positionen". En intressant konsekvens inträffar när

<sup>108</sup> Nerep och Samuelsson, Aktiebolagslagen en kommentar, kap. 1-10, s. 303.

<sup>109</sup> Wallin-Norman, Finansiella instrument, Lärobok, s. 73.

<sup>110</sup> Hu & Black, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 156:624, s. 632.

<sup>111</sup> Ringe, University of Oxford, Legal Research Paper Series, Paper No. /20, August 2012, s. 9f.

<sup>112</sup> Hu & Black, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 156:624, s. 640f.

B utöver swap avtalet är ensam ägare till motsvarande aktiemängd i aktien X. Följaktligen håller B samtidigt en lång- såväl som en kort position i aktien. Om aktiekursen stiger i värde ska B kompensera A i enlighet med swap avtalet och om aktiekursen sjunker blir B kompenserad av A för förlusten. Således förlorar B sin ekonomiska riskexponering genom att hålla en lång- och en kort position samtidigt, vilket medför att B inte tar någon ekonomisk risk. Förevarande upplägg är således ett mycket anonymt sätt att utöva *risk-decoupling*. Liknande upplägg kan även göras genom att hålla en lång position samtidigt som samma person blankar motsvarande aktiemängd.<sup>113</sup> Utifall syftet är att uppnå en hög procentandel röster torde det senare alternativet vara mindre anonymt mot bakgrund av att blankningsförordningen stadgar att blankningsaffärer över 0,5 % av det totala aktieantalet ska offentliggöras.

Ifrågavarande metod kan illustreras genom Mylan/Perry fallet från USA. Företaget Mylan Laboratories Inc. hade år 2004 för avsikt att förvärva King Pharmaceuticals Inc. Den amerikanska hedge fonden Perry Corp. var ägare till ett stort innehav av aktier i King. Före den extrainsatta bolagsstämman där röstning om förvärvet skulle äga rum, började Perry köpa upp aktier i Mylan. Perry ingick samtidigt i ett antal swap transaktioner i syfte att hedga sin risk för ett eventuellt fall i Mylan aktierna. Perry ägde således självständigt lika många aktier i en lång position som de ägde aktier i en kort position genom swap derivat avtalet. Följaktligen tog Perry ingen ekonomisk risk för att erhålla aktier att utöva rösträtt med på den extrainsatta bolagsstämman. År 2009 träffades genom Securities and Exchange Commission ett förlikningsavtal med Perry avseende frågan huruvida Perry lagligen tillskansat sig nära 10 % av aktieinnehavet i Mylan precis före den extrainsatta bolagsstämman.<sup>114</sup>

Ytterligare ett sätt att möjliggöra *empty voting* är genom aktielån. Låntagaren lånar således aktierna med alla tillhörande rättigheter för att sedan återlämna dem till långivaren. Låntagaren erhåller följaktligen möjligheten att utöva rösträtt på stämman, men står ingen ekonomisk risk. Låntagaren har således inte heller något långsiktigt ägarintresse i bolaget. Det torde vara vanligast att aktierna lånas precis dagen innan avstämning i aktieboken sker, dvs. fem vardagar före bolagsstämman, för att sedan återlämnas strax därefter (eng. *record date capture*). Således möjliggör rådande systemet med aktielån och blankning även upplåning av aktier i syfte att rösta på bolagsstämman.<sup>115</sup> Vidare skulle en person kunna blanka aktier för att sedan omedelbart återköpa densamma och därigenom låna aktierna ifråga.<sup>116</sup>

---

<sup>113</sup> Ringe, University of Oxford, Legal Research Paper Series, Paper No. /20, August 2012, s. 6f.

<sup>114</sup> United States of America Before the Securities and Exchange Commission, Administrative proceeding File No. 3-13561, In the Matter of Perry Corp.

<sup>115</sup> Ringe, University of Oxford, Legal Research Paper Series, Paper No. /20, August 2012, s. 9.

<sup>116</sup> Christoffersen m.fl., ECGI Working Paper Series in Finance, Working Paper N 141/2007, s. 8.

Det verkar emellertid som att det råder en allmän enighet att det utgör dålig branschpraxis att låna aktier i syfte att rösta på bolagsstämman. Därför har såväl ISLA som Svenska Fondhandlareföreningen instiftat klausuler i sina allmänna villkor för värdepapperslån, vilka försvårar för låntagare att låna aktier i syfte att rösta på stämman.

Av ISLAs regler följer att:

The Borrower warrants that "it is not entering into a Loan for the primary purpose of obtaining or exercising voting rights in respect of the Loaned Securities".<sup>117</sup>

Vidare framgår av Svenska Fondhandlareföreningens villkor följande:

"Parterna är eniga om att, om ej annat överenskommit, Låntagarens syfte med ett Värdepapperslån är vidareleverans exempelvis på grund av utlåning eller försäljning (blankning) av ifrågavarande Värdepapper."<sup>118</sup>

I det tyska rättsfallet Linder Holding från år 2006 försökte en part genom lånade aktier i ett dotterbolag uppnå 95 % av aktierna för att överstiga tröskelvärdet i syfte att kunna "squeeze out" minoriteter. Emellertid ansåg tysk domstol att det inte kunde anses tillåtet att låna aktier i syfte att överstiga tröskelvärdet medförandes att minoritetsreglerna sattes ur spel.<sup>119</sup>

Ytterligare ett exempel kan hämtas från ett fall i Storbritannien, nämligen det s.k. British Land fallet. Några dagar före ett brittiskt fastighets- och investmentbolag skulle hålla sin årsstämma uppdagades det att hedge fonden Laxey Partners hade tredubblat sitt aktieinnehav upp till 9 % inom loppet av några dagar. På bolagsstämmans dagordning stod frågor såsom förändringar i bolagets ledning samt ett återköpsprogram avseende bolagets aktier. Det uppstod emellertid problem beträffande att komma överens på stämman. Marjoriteten av aktieägarna hävdade att Laxey överträtt gränsen för vad som kan anses utgöra god bolagssed, emedan Laxey menade på att de tänkt agera i syfte att skydda övriga aktieägare och genom sitt innehav bidra med effektiv kontroll över bolagets ledning. Laxeys försvar höll emellertid inte men fallet påvisar ändå vilka problem som kan uppstå beträffande lånade aktier.<sup>120</sup>

Dock ska faktumet att det krävs ställande av säkerhet samt betalning av lånepremien ifråga om aktielån inte förringas. Det torde vara vanligt att fonder väljer att låna ut aktier och därigenom öka fondens avkastning. Fonderna har dock sällan ett intresse av att utöva rösträtt på bolagsstämman,

---

<sup>117</sup> ISLA, GMSLA, Version: January 2010, p. 14 (e).

<sup>118</sup> Svenska Fondhandlareföreningen, Allmänna villkor för värdepapperslån jämbördig motpart, p. 5.

<sup>119</sup> Bundesgerichtshof (German Supreme Court), judgment of 16 March 2009 (II ZR 302/06), BGHZ 180, 154.

<sup>120</sup> Ringe, University of Oxford, Legal Research Paper Series, Paper No. /20, August 2012, s. 11f.

vilket medför att de lånar ut aktierna även över den aktuella perioden.<sup>121</sup> I Storbritannien upptas röstlängden endast 48 timmar före den dag då bolagsstämman äger rum.<sup>122</sup> Studier i Storbritannien har påvisat att upptagande av aktielån ökar med 0,1 % runt dagen för upptagande i röstlängden. Det kan tyckas utgöra en liten ökning, men i ett enskilt fall skulle det kunna innebära en desto större ökning. Följaktligen stöds antagandet att det finns en marknad för att erhålla rösträtter. Däremot påvisade studien ingen generell ökning av aktiehandeln runt dagen för upptagande i röstlängden.<sup>123</sup>

EU har börjat utreda frågan rörande *risk-decoupling* och *empty voting* genom Transparency direktivet, 2004/109/EG. De utkom i maj 2010 med en rapport där de ställde frågan huruvida ökad transparens i syfte att identifiera aktieägare skulle kunna leda till att minska risken för *risk-decoupling* upplägg.<sup>124</sup> Majoriteten av svaren angav att de ställde sig positiva till ökad transparens ifråga om aktielån. Däremot ansågs en sådan lösning inte leda till en fullständig lösning på problemet. Diskussionen fortlöper och har än så länge inte genererat något lagstiftningsförslag.<sup>125</sup> Olika lösningar diskuteras dock för att komma tillrätta med problemet. Bland annat diskuteras införandet av en låneklausul innebärandes att låntagaren specifikt deklarerar att de endast avser låna aktien ifråga och inte utöva de rättigheter som medförs.<sup>126</sup> Ytterligare en lösning skulle kunna vara att inrapportera samtliga försäljningar av aktieinnehav vilka sker mellan dagen för upptagning i röstlängden tills dagen för bolagsstämma äger rum.<sup>127</sup> Det har även diskuterats en mer omfattande lösning innebärandes att alla aktietransaktioner som sker förslagsvis 30 dagar före dagen för upptagning i röstlängden ska inrapporteras. Lösningen torde bidra till att kunna ge en heltäckande bild av aktieägandet.<sup>128</sup> Vidare publicerade European Securities and Markets Authority (ESMA) en s.k. ”*call for evidence*” i september 2011 avseende *empty voting*. Efter genomgång av resultaten deklarerade ESMA i juni 2012 att de ansåg att frågan inte ännu behövde lagregleras.<sup>129</sup>

---

<sup>121</sup> Ringe, University of Oxford, Legal Research Paper Series, Paper No. /20, August 2012, s. 17.

<sup>122</sup> Ringe, University of Oxford, Legal Research Paper Series, Paper No. /20, August 2012, s. 18.

<sup>123</sup> Christoffersen m.fl., ECGI Working Paper Series in Finance, Working Paper N 141/2007, s. 18f.

<sup>124</sup> European Commission, Green Paper – Corporate governance in financial institutions and remunerations policies, s. 16.

<sup>125</sup> European Commission, Feedback Statement – Summary of Responses to Commission Green Paper on Corporate Governance in Financial Institutions, s. 17f.

<sup>126</sup> European Commission, Commission Staff Working Document – The Review of the operation of Directive 2004/109/EC: emerging issues, s. 86.

<sup>127</sup> European Commission, Commission Staff Working Document – The Review of the operation of Directive 2004/109/EC: emerging issues, s. 85.

<sup>128</sup> European Commission, Commission Staff Working Document – The Review of the operation of Directive 2004/109/EC: emerging issues, s. 86.

<sup>129</sup> ESMA, Feedback Statement, Call for Evidence on Empty Voting, s. 12f.

# 7 Analys

## 7.1 Sakrättsliga aspekter

De godtrosförvävsregler som uppställs i 6 kap. LKF utgår inte från att aktierna ifråga är fungibel egendom. Istället är LKFs godtrosförvävsregler uppbyggda enligt samma modell som gäller för aktier i kupongaktiebolag, där aktiebrevens är en handling som representerar aktierna. De rådande godtrosförvävsreglerna ifråga om aktier som är demobiliserade tar därmed inte hänsyn till den effektiva marknaden som råder med dess ständigt löpande transaktioner. Vidare ger dagens system ingen möjlighet för en köpare att överblicka att han förvärvar aktierna från dess rättmätige ägare. Därmed är det således befogat att ställa frågan huruvida köparen någonsin kan anses vara i god tro beträffande aktieköpet. Alternativt kan problemet ses ur en annan synvinkel: Eftersom köparen aldrig har möjlighet att erhålla information avseende vem säljaren av aktier är, har han heller inte någon möjlighet att misstänka, eller borde i vart fall inte ha misstänkt, att han inte förvärvade aktierna från dess rättmätige ägare. Möjligtvis torde emellertid handel med aktier som sker OTC kunna medföra att godtrosförvävsreglerna i 6 kap. LKF aktualiseras. I ifrågavarande fall har köparen en reell möjlighet att misstänka att säljaren inte var ägare till aktierna. I förevarande fall saknar reglerna bärkraft sett till deras egentliga syfte, vilket inte minst kan sägas påvisas av det faktum att praxis och övriga yttranden i frågan är nästintill obefintligt.

Angående Wallin-Normans resonemang beträffande laga fång av kontoföring så menar hon på att köparen erhåller kontorätt vid leveransen av aktierna och därigenom även erhåller äganderätt till aktierna. Jag menar att det rimmar illa med 6 kap. LKF där en anteckning dagen T räcker för att en aktie ska godtrosförvävas. Efter godtrosförväv av aktien skett äger sedermera den nya ägaren rätt att omedelbart försälja aktien, vilket kan ske redan dagen T. Möjligtvis är fallet sådant att Wallin-Norman syftar på 6 kap. 1 § LKF när hon för sitt resonemang om äganderättsövergången där en person presumeras vara ägare till en aktie när denne registrerats i avstämningsregistret, dvs. dagen T + 3, även fast själva överlåtelsen som sådan sker dagen T.

6 kap. 2 § LKF uppställer krav avseende skydd mot överlåtarens borgenärer. För att uppnå sådant skydd fordras en anteckning om förvärvet samt att förvärvaren inte kände till eller borde känt till det tidigare förvärvet, respektive att överlåtaren inte var rättmätig ägare till de ifrågavarande aktierna. Beträffande aktielån som ges av ett värdepappersinstitut vilken även brukar agera som förvaltare, torde det kunna ifrågasättas huruvida låntagaren kan anses vara i god tro avseende institutet/förvaltarens rätt att försälja aktierna mot bakgrund av att flertalet aktier vilka utlånas härrör från förvaltarregistrerade aktier. Därmed uppstår frågeställningen huruvida det är möjligt att överhuvudtaget göra ett godtrosförväv av aktierna i förevarande



fall. Å andra sidan rör det försträckning av fungibel egendom, där äganderätten över aktierna övergår till låntagaren. Dras parallellen till utlåning av pengar så torde inte pengar kunna vindiceras tillbaka enbart på grund av att de härrör från en bank och kommit banken tillhanda genom inlåning. För att ett godtrosvärv inte ska vara för handen i förevarande fall måste det således vara möjligt att spåra de specifika aktierna ifråga. Detta torde enbart torde vara möjligt under förutsättningen att exakt mängd har förvarats på enskilt konto.

Beträffande situationen där förvaltaren har blankat aktierna dvs. sålt aktierna, måste det vara möjligt att göra ett godtrosvärv. Detta är en nödvändighet för ett hållbart börssystem, där en köpare kan aldrig vara säker på vilka aktier som föregåtts eller inte föregåtts av blankning. Mot bakgrund av blankningsförordningen skulle det kunna anföras att utifall en stor aktiepost blankas, kommer blankningen offentliggöras i enlighet med blankningsförordningen. Därigenom kunde hävdas att när en stor aktiepost blankats i ett visst aktieslag, borde aktieförvärvare behöva vara mer försiktiga gällande ett aktieförvärv. Dock skulle ett sådant krav inte vara möjligt att uppställa eftersom aktier återigen anses vara fungibel egendom och köparen aldrig kan undersöka vem som ägt aktierna dessförinnan. Lagregleringarna är således inte i takt med utvecklingen av olika dispositioner på aktiemarknaden. Bestämmelsen i 6 kap. 3 § LKF vilken bland annat syftar till en person sålt för många aktier tyder på att det i systemet ska vara möjligt att genom aktielån täcka brister vilka uppstår bland annat genom blankning. I 6 kap 4 § LKF stadgas att bestämmelsen ska tillämpas ”i annat fall än som avses av 3 §”. Stadgandet medför att aktier vilka säljaren sålt genom naken blankning kan godtrosvärvas. Hade transaktionen istället bedömts genom tillämpandet av 6 kap. 4 § LKF, torde det inte vara möjligt att göra ett godtrosvärv av aktier vilka har försålts genom naken blankning eftersom 4 § uppställer ett rekvisit avseende att överlåtare ska vara antecknad såsom ägare till aktierna vid förvärvstidpunkten. Det är således fullt möjligt att godtrosvärva aktier vilka föregåtts av aktielån såväl som naken respektive äkta blankning.

För det fall säljaren försäljer aktier genom naken blankning och går i konkurs före leverans av aktierna sker, kommer köplikviden inte ha utbetalats till säljaren eftersom aktieaffären sker genom endera CCP-clearing alternativt genom DvP-systemet i syfte att förhindra motpartsrisk. Köplikviden kommer således inte ingå i säljarens konkurs eftersom köplikviden inte har utbetalats till säljaren.

Huruvida förvaltare äger rätt att förfoga över aktier framgår av 3 kap. 10 § LKF vilken hänvisar till att 6 kap. 1 och 4 §§ LKF är tillämpliga även beträffande förvaltarregistrerade aktier. Walin menar att förvaltaren därigenom äger rätt att förfoga över aktien. Jag vill dock inflika att förvaltarens förfoganderätt är avhängd att det slutits ett förfogandeavtal mellan huvudmannen och förvaltaren, i annat fall äger inte förvaltaren förfoga över aktierna. Således är det fullt möjligt att göra ett godtrosvärv av aktier vid undertecknande av ett aktielåneavtal mellan en köpare och en

förvaltare vilken innehar aktierna för annans räkning. Emellertid torde förvaltaren bli skadeståndsskyldig gentemot sin huvudman när denne utlånat alternativt försålt huvudmannens aktier utan dennes tillstånd.

Denuntiation till förvaltare avseende pantsättning anses medföra samma rättsverkningar som en registrering av detsamma i avstämningsregistret. Följaktligen sker ingen registrering i avstämningsregistret i förevarande fall. 6 kap. 2 och 4 §§ LKF kan komma att tillämpas beträffande gällande rådighetsinskränkningar vilka inte är registrerade på kontot. Det förefaller således uppstå en brist i ett av rekvisiten eftersom det stadgas i förevarande paragrafer att sakrättsligt skydd uppstår genom registrering i avstämningsregistret och inte enbart genom denuntiation till förvaltaren. Det krävs följaktligen att förvaltarens eget registreringssystem är mycket tillförlitligt i det avseendet, annars riskerar säkerheten i aktierna att förloras eftersom aktierna inte är behäftade med en rådighetsinskränkning enligt avstämningsregistret och därmed kan förvärfvas utan hinder. Även om ett förfogandeavtal har fyllts i mellan huvudmannen och förvaltaren där förvaltaren äger sälja alternativt låna ut aktierna, så är det i sig troligtvis ovidkommande gentemot tredje man. Däremot kan förvaltarens felaktiga hantering i ett sådant ärende komma att leda till konsekvenser i form av skadeståndsanspråk jämte 7 kap. LKF.

Walin anför att den legitimation som avses i 6 kap. 1 § LKF medför att panthavaren äger rätt att förfoga över panträkten. Walin argumenterar således utifrån traditionsprincipen men beträffande pantsättning av aktier torde det sakrättsliga momentet utgöras av endera denuntiation till förvaltaren ifråga om förvaltarregistrerade aktier alternativt genom en registrering i avstämningsregistret avseende icke förvaltarregistrerade aktier. Walin menar således att de pantsatta aktierna ska förflyttas från ett vp-konto till ett annat. Jag vet inte om det är ett s.k. pantkonto som Walin syftar på, men i så fall är jag beredd att hålla med honom. Emellertid medför ett pantkonto i sig inte att panthavaren förfogar över kontot, utan enbart att de pantsatta aktierna avskiljs på ett separat konto.

I fallet NJA 2009 s 79 anför HD att separationsrätt föreligger när ett avtal om fri förfoganderätt har tecknats avseende leasingegendom såvitt förfoganderätten inte utnyttjats. Att anmärka är att HD i anslutning till detta påpekar att liknande frågeställningar torde uppkomma ifråga om förvaltarregistrerade aktier. Resonemanget i fallet torde kunna bli tillämpligt även beträffande förvaltarregistrerade aktier vilka innehas med fri förfoganderätt. HD hänvisar till den allmänna rättsprincipen *pignus irregulare* där panthavarens äganderätt bibehålls avseende den pantsatta egendomen såtillvida panthavaren inte utnyttjat förfoganderätten. Läst *e contrario* skulle resonemanget innebära att om panthavaren utnyttjat förfoganderätten så äger aktieägaren inte separationsrätt i förvaltarens konkurs. Fråga uppkommer dock enligt vilken reglering som aktieägaren ska anses äga separationsrätt till aktierna. Förvaltarregistrerade aktier torde knappast kunna omfattas av kommissionslagen eftersom avtalsförhållandet avseende förvaltarregistrerade aktier inte avser att aktierna ska försäljas

vidare för aktieägarens räkning. I enlighet med Håstads resonemang torde lagen om redovisningsmedel kunna tillämpas på förevarande situation, förutsatt att aktierna hållits avskilda. Att aktierna emottagits för huvudmannens räkning med skyldighet att redovisa för dem överensstämmer väl med förvaltaruppdraget som sådant. Rättsläget får ändock i förevarande fall anses såsom oklart.

Ytterligare en lagreglering vilken skulle kunna aktualiseras i förevarande fall torde vara 3 kap. 3 § konkurslagen, mot bakgrund av att förvaltarekontot öppnats i ägarens ställe. Nämnade paragraf stadgar att det som tillhör boet ska inräknas i konkursen. Därigenom skulle således aktieägaren ha separationsrätt till de ifrågavarande aktierna. Emellertid skulle det kunna anföras att förvaltaren anses såsom legitimerad ägare rent sakrättsligt i enlighet med regleringarna i 6 kap. LKF. Vidare innehar även förvaltaren besittning över värdepappren vilket torde vara ytterligare en aspekt att ta hänsyn till.

Hermansson anför att det inte skulle föreligga några svårigheter avseende att vara berättigad till separationsrätt i förvaltares konkurs. Detta är inte helt självklart eftersom det finns starka argument vilka talar för motsatsen. Möjligtvis är hennes uttalande i Svenska Dagbladet snarare ett försök att lugna oroliga aktieägare. Förvaltare fyller en viktig funktion inom aktiehandeln och det vore synd om kunder skulle behöva vara rädda för att förvaltarregistrera sina innehav utifall förvaltaren går i konkurs, något som sker ytterst sällan.

Troligast skulle även HD:s resonemang kunna tillämpas ifråga om förvaltarregistrerade aktier. Aktieägaren skulle därmed kunna anses ha separationsrätt i en förvaltares konkurs såvitt den fria förfoganderätten inte har utnyttjats. Om den fria förfoganderätten har utnyttjats för att pantsätta alternativt återpantsätta aktierna, torde det däremot bli svårt för en aktieägare vilken är ägare till förvaltarregistrerade aktier att göra gällande separationsrätt i förvaltarens konkurs. HD:s resonemang skulle emellertid medföra stora konsekvenser för konsumenter om det applicerades på förvaltarregistrerade aktier. Frågan är dock om HD ändå skulle välja att ta hänsyn till konsumentintressent per se, ifall frågan kom att ställas på sin spets.

Beträffande förevarande frågeställning, men när det istället gäller låneavtal för aktier, så har jag inte funnit några förfogandeavtal som reglerar förvaltares rätt att låna ut huvudmannens aktier. Emellertid hänvisar litteraturen inom området till att det är främst förvaltarregistrerade aktier som sedermera lånas ut av förvaltarna. Det är således svårt att veta hur vanligt förekommande företeelsen är. Dock torde en hel del av de aktier vilka utlånas härröra från aktier som har placerats i fonder i syfte att öka avkastningen genom erhållande av lånepremien.

Ett aktielån medför att långgivaren har en fordran gentemot låntagaren avseende lånepremien under löptiden för lånet, men även beträffande

aktierna när låneavtalet löpt ut. Utlånande av aktier vilka förvaltas av förvaltare som sedermera går i konkurs, torde innebära att konkursboet har en fordran gentemot låntagaren avseende dels aktierna och dels eventuellt obetalade lånepremier. En aktieaffär är inte återvinningsbar i enlighet med Finalitydirektivet, det medför dock som jag ser det inget hinder mot att återkräva motsvarande mängd aktier i enlighet med avtalet, eftersom aktierna utgör fungibel egendom och det rör sig om en på förhand avtalad fordran. Det är emellertid befogat att ställa fråga huruvida det är möjligt att kvitta fordringarna mellan huvudmannen och låntagaren. Ett sådant kvittningsförfarande låter orimligt i mina öron, men jag anser mig inte vara kompetent nog på området att bedöma huruvida en sådan lösning skulle vara laglig eller icke laglig. Emellertid skulle en sådan lösning medföra att huvudmannen blir en prioriterad borgenär i konkursen och går därmed före övriga oprioriterade fordringsägare. Det förefaller därför orimligt att tillåta ett kvittningsförfarande i enlighet med ovan nämnda. Sålunda torde huvudmannen inta positionen som oprioriterad borgenär med anspråk på sina förvaltarregistrerade aktier i konkursen.

Det nämns i propositionen till 3 kap. 1 § LHFJ att ett förfogandeavtal kan användas för att möjliggöra blankning av aktier. I samband med att förvaltaren försäljer aktierna genom äkta blankning så erhåller även förvaltaren försäljningspremien. Försäljningspremien kommer vara förbrukad när förvaltaren går i konkurs och aktierna är redan försålda. Således blir huvudmannen en oprioriterad borgenär i förvaltarens konkurs. Däremot kan säkerhet ha ställts till huvudmannen jämte de standardavtal vilka används för värdepapperslån och huvudmannen kan följaktligen vara ekonomiskt tryggt därigenom.

Avslutningsvis kan konstateras att de sakrättsliga reglerna vilka råder inom området ter sig tämligen verkningslösa när det rör sig om fungibel egendom vilken försäljs på en marknad där köparen omöjligen kan veta vem som försäljer aktierna. Således förefaller det nästintill omöjligt att en köpare skulle kunna vara i ond tro beträffande sitt förvärv, även om det föregåtts av ett aktielån alternativt utav blankning. Möjligtvis torde problem avseende godtrosvärv kunna aktualiseras i samband med en OTC transaktion. Emellertid torde marknaden som sådan vara beroende av att aktietransaktioner blir definitiva, samt att det snabbt och enkelt ska gå att förvärva och försälja aktier.

## **7.2 Associationsrättsliga aspekter**

Alltför stora associationsrättsliga problem skulle uppstå om det enkelt gick att klandra ett godtrosvärv eftersom ordföranden på bolagsstämman ska fastställa röstlängden i enlighet med den upptagning som skett fem dagar före bolagsstämman. Om det skulle vara svårare att göra ett godtrosvärv av en aktie, skulle det med stor sannolikhet uppstå frågeställningar på stämman beträffande huruvida en person förvärvat aktier i god tro och vidare om aktierna skulle vara föremål för en vindikationstalan. Sakrättsliga frågor av förevarande fall är inte helt enkla att reda ut och skulle med stor

sannolikhet medföra ökade administrativa kostnader. Om förevarande situationen skulle uppstå på en stämma torde det troligtvis även krävas en lång utredningsprocess för att klargöra vem som är ägare till aktierna. Situationen torde således kunna medföra att stämman riskerade att behöva skjutas upp för att göra en korrekt utredning beträffande vem som äger rösta på stämman. Det uppstår därmed en moment tjugotvå-situation, där utredningen kommer att ta tid och pengar i anspråk, men en ny kallelse till stämman skulle troligtvis även behöva gå ut till aktieägare med ökade kostnader som följd. Därmed uppstår en risk för sabotage där någon genom att klandra röstlängden med åberopande av att aktier inte förvärvats i god tro skulle kunna hindra att stämman äger rum. Kopplingen mellan sak- och associationsrätt ifråga om aktietransaktioner blir genom förevarande resonemang tydlig.

Avseende problematiken kring *empty voting* och *risk-decoupling* har jag inte undersökt hur vanlig företeelsen är i Sverige. Det står emellertid klart att problemet inte sällan förekommer internationellt. Emellertid torde Svenska Fondhandlareföreningens allmänna villkor för värdepapperslån motverka *empty voting* eftersom det anges i punkten 5 att värdepapperslånet ska användas i syfte för vidareleverans dvs. för endera aktielån eller blankning. Följaktligen medför klausulen att låntagaren inte ska kunna behålla aktierna under låneperioden. Självfallet är en sådan klausul ingen garanti för att låntagaren ska agera i enlighet med densamma, men den motverkar markant möjligheterna till att endast låna aktier i syfte att utöva rösträtt på bolagsstämman. Flertalet KI tillser emellertid upptagande av aktielånet när en av deras kunder vill ingå i en blankningstransaktion, vilket medför att det torde vara svårt att endast få tillgång till aktierna och inte med ens vidareförsälja dem. Det är däremot svårare att kontrollera aktielåneavtal vilka sker OTC, där det torde vara betydligt enklare att kringgå ovan nämnda klausul. Samtidigt kan anföras att många aktier ändå lånas ut genom värdepappersinstitut och samtliga av dem tillämpar Svenska Fondhandlareföreningens allmänna villkor.

Ytterligare en försvårande omständighet på den svenska aktiemarknaden som jag ser det, är att svenska avstämningsbolag har A respektive B aktier. Där A aktierna är de röststarka aktierna, A aktierna brukar vanligtvis vara fördelade mellan den centrala ägarkretsen i bolaget och det torde därmed vara svårare att få tillgång till dem i syfte att kunna rösta på stämman. En agent vilken avser använda de lånade aktierna i syfte att utöva rösträtt skulle således behöva låna avsevärt fler B aktier än A aktier.

I Sverige sker upptagande för röstlängd till bolagsstämman fem vardagar före den äger rum. Kortare tidsspann mellan upptagande av röstlängd och bolagsstämman har konstaterats medföra minskad risk för *empty voting*. EU rekommenderar ett högsta tidsspann på 30 dagar, i förhållande till detta är tidsspannet i Sverige förhållandevis kort. I Storbritannien sker upptagande av röstlängd emellertid endast 48 timmar före bolagsstämman äger rum och samtidigt pekar rättsfall och undersökningar att problemet med *empty voting* är tillräckligt förekommande för att ge upphov till att ses som ett problem.

Då Sverige endast har fem dagars tidsspann så minskar förvisso risken, för *empty voting*, men risken kvarstår, och förtas bevisligen inte helt.

Beträffande andra upplägg inom främst handeln med derivat och swappar är de betydligt mer svåra att kontrollera och överblicka och följaktligen än mer anonyma för utövaren. Ett stort mörkertal föreligger troligtvis inom området.

Sammanfattningsvis kan således konstateras att problem som *empty voting* och *risk-decoupling* skulle kunna medföra stora problem om de breddar ut sig. Europeiska Kommissionen arbetar för närvarande med olika förslag till att förhindra om motverka fenomenet. Det är som nämnts svårt att i Sverige avgöra hur pass utbredd problemet är, men det kan konstateras att om problemet breddar ut sig riskerar det att rubba en av grundbultarna i aktiebolagsrätten där en aktie inte längre genererar en röst på stämman eftersom rösterna saknar ekonomisk riskexponering. Det är således inte endast ett problem för bolagen utan även för småsparare eftersom deras placeringar blir mindre säkra.

# Käll- och litteraturförteckning

## Offentligt tryck

- Ds 2010:12 *Moderniserade regler för avvecklingsystem och finansiella säkerheter.*
- Ds 2012:10 *Blankning.*
- Proposition 1975:103 *Regeringens proposition med förslag till ny aktiebolagslag, m.m.*
- Proposition 1990/91:142 *Om handel och tjänster på värdepappersmarknaden, m.m.*
- Proposition 1994/95:130 *Avtal om avräkning (nettning) vid handel med finansiella instrument.*
- Proposition 1997/98:160 *Kontoföring av finansiella instrument och kostnadsinformation till fondandelsägare.*
- Proposition 1999/2000:18 *Förstärkt skydd för avveckling av förpliktelser på finansmarknaden.*
- Proposition 2011/12:175 *Blankning.*

## Litteratur

- Afrell, Lars, m.fl., *Lärobok i kapitalmarknadsrätt*, 2:a uppl., 1998, Norstedts Juridik AB, Stockholm.
- Beckman, Mats, m.fl., *Lagarna på värdepappersområdet, En kommentar till insiderstraffalgen m.fl. lagar*, 2002, Norstedts Juridik AB, Stockholm.
- Ek, Bengt-Göran & Petersson, Ulf, *Den svenska marknaden för aktielån och blankning*, 1994, Jurisförlaget JF AB, Stockholm.
- Håstad, Torgny, *Sakrätt avseende lös egendom*, 6:e omarbetade uppl., 2000, Norstedts Juridik AB, Stockholm.
- Kågerman, Pontus, m.fl., *Etik, regler och värdering på kapitalmarknaden*, 2008, Norstedts Juridik AB, Stockholm.
- Lundqvist, Lennart, m.fl., *Administration av finansiella instrument – kunskap för finansiell rådgivning*, 4:e reviderade uppl., 2007, Liber AB, Malmö.

Millqvist, Göran, *Sakrättens grunder, En lärobok i sakrättens grundläggande frågeställningar avseende lös egendom*, 5:e uppl., 2009, Norstedts Juridik AB, Stockholm.

Nerep, Erik & Samuelsson, Per, *Aktiebolagslagen en kommentar Kapitel 1-10*, 2:a uppl. 2009, Thomson Reuters, Stockholm.

Nial, Håkan, *Svensk Associationsrätt i huvuddrag*, 4:e uppl., 1988, Norstedts Juridik AB, Stockholm.

Rodhe, Knut, *Aktiebolagsrätt*, 20:e uppl., 2002, Norstedts Juridik AB, Stockholm.

af Sandeberg, Catarina & Sevenius, Robert (red.), *Börsrätt*, 2:a uppl., 2008, Studentlitteratur, Lund.

Walín, Gösta, *Finansiella instrument, Kontoföring och rättsverkningar*, 2001, Norstedts Juridik AB, Stockholm.

Walín, Gösta & Herre, Johnny, *Lagen om skuldebrev m.m. En kommentar*, 3:e uppl., 2011, Norstedts Juridik AB, Stockholm.

Wallin-Norman, Karin, *Finansiella instrument, Lärobok*, 2001, Jure Förlag AB, Stockholm.

Wallin-Norman, Karin, *Kontorätt, Rätt till kontoförda värdepapper*, 2009, Jure Förlag AB, Stockholm.

## **Elektroniska källor**

### **Artiklar**

Bursell, Jacob, *Allt fler affärer sker utanför börsen*, Svenska Dagbladets nätupplaga, publicerad 2011-07-26, [http://www.svd.se/naringsliv/allt-fler-affarer-sker-utanfor-borsen\\_6347860.svd](http://www.svd.se/naringsliv/allt-fler-affarer-sker-utanfor-borsen_6347860.svd), hämtat den 2012-11-19; kl. 10:22.

Christoffersen, Susan E K, m.fl., ECGI Working Paper Series in Finance, *Vote Trading and Information Aggregation*, Working Paper N 141/2007, January 2007, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=686026](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=686026), hämtat den 2012-12-10; kl. 13:37.

Hu, T.C. Henry, & Black S. Bernard, *Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions*, Hu & Black, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 156:624, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1030721](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1030721), hämtat den 2012-12-12; kl. 13.20.



Ringe, Wolf-Georg, *Hedge Funds and Risk-Decoupling – The Empty Voting Problem in the European Union*, University of Oxford, Legal Research Paper Series, Paper No. /20, August, 2012, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2135489](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2135489), hämtat den 2012-12-12; kl. 11:49.

Sunesson, Björn, *Belånade depåer säkra vid konkurs*, Svenska Dagbladets nätupplaga, publicerad 2009-07-15, [http://www.svd.se/naringsliv/belanade-depaer-sakra-vid-konkurs\\_3063341.svd](http://www.svd.se/naringsliv/belanade-depaer-sakra-vid-konkurs_3063341.svd), hämtat den 2012-12-09; kl. 12:05.

## Branschorgan och företag inom branschen

Burgundy, *Monthly report October 2012*, <http://burgundy.se/feed/popup/35407>, hämtat den 2012-11-13; kl. 14:13.

International Securities Lending Association, *Global Master Securities Lending Agreement*, Version: January 2010, <http://www.isla.co.uk/images/PDF/MasterAgreements/gmsla%202010%20final3.pdf>, hämtat den 2012-12-12; kl. 15:28.

NASDAQ OMX, *Om oss*, <http://www.nasdaqomxnordic.com/omoss/>, hämtat den 2012-11-07; kl. 07:15.

NASDAQ OMX, *Trading Statistics October 2012*, <https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=528080&lang=en>, hämtat den 2012-11-13; kl. 12:43.

NGM, *Pressmedelande månadsstatistik oktober 2012*, <https://www.ngnews.se/messages/nordic-growth-market-ngm-ab-ngm-redovisar-en-handelsoms%C3%A4ttning-motsvarande-25-miljarder-kronor-f%C3%B6r-oktober-2012/minimal?css=http%3A%2F%2Fwww.ngm.se%2Fcss%2Frss%2FngmRss.css&lang=sv&locale=sv>, hämtat den 2012-11-13; kl. 14:22.

Svenska Fondhandlareföreningen, *Allmänna villkor för värdepapperslån jämbördig motpart*, Gäller från: 2007-12-28, [http://www.fondhandlarna.se/index.php/regler/cat\\_view/36-regler/73-vaerdepapperslan/109-interbank/112-aktuella](http://www.fondhandlarna.se/index.php/regler/cat_view/36-regler/73-vaerdepapperslan/109-interbank/112-aktuella), hämtat den 2012-12-03; kl. 18:59.

## Europeiska Kommissionen och ESMA

ESMA, Feedback Statement, *Call for Evidence on Empty Voting*, 29 June 2012, ESMA/2012/415, <http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-415.pdf>, hämtat den 2012-12-05; kl. 09:14.

European Commission, Commission staff working document, Impact assessment, *Accompanying document to the Proposal for a Regulation of*

*the European Parliament and of the Council on Short Selling and certain aspects of Credit Default Swaps*, Brussels, 15.9.2010, SEC(2010) 1055, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=SEC:2010:1055:FIN:EN:PDF>, hämtat den 2012-10-19; kl. 15.33.

European Commission, *Commission Staff Working Document – The Review of the operation of Directive 2004/109/EC: emerging issues*, SEC (2009) 611 (May 2010), [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/transparency/directive/sec-2010\\_611\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/directive/sec-2010_611_en.pdf), hämtat den 2012-12-12; kl. 13:56.

European Commission, *Feedback Statement – Summary of Responses to Commission Green Paper on Corporate Governance in Financial Institutions*, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/docs/2010/governance/feedback\\_statement\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/governance/feedback_statement_en.pdf), hämtat den 2012-12-12; kl. 14:29.

European Commission, *Green Paper – Corporate governance in financial institutions and remuneration policies*, COM (2010) 284 final (2010), [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/com2010\\_284\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2010_284_en.pdf), hämtat den 2012-12-12; kl. 14.43.

## Lagkommentarer

Afrell, Lars, Karnov Internet, *lag (1998:1479) om kontoföring av finansiella instrument, 5 kap. 1 §, not. 65*, [http://juridik.karnovgroup.se.ludwig.lub.lu.se/document/530461/elem/SFS1998-1479\\_K5\\_P1?versid=146-1-2005](http://juridik.karnovgroup.se.ludwig.lub.lu.se/document/530461/elem/SFS1998-1479_K5_P1?versid=146-1-2005), hämtat den 2012-12-03; kl. 22.03.

Afrell, Lars, Karnov Internet, *lag (1998:1479) om kontoföring av finansiella instrument, 6 kap. 3 §, not. 69*, [http://juridik.karnovgroup.se.ludwig.lub.lu.se/document/530461/elem/SFS1998-1479\\_K6\\_P3?versid=146-1-2005](http://juridik.karnovgroup.se.ludwig.lub.lu.se/document/530461/elem/SFS1998-1479_K6_P3?versid=146-1-2005), hämtat den 2012-12-03; kl. 22.25.

## Myndighetspublikationer

Finansinspektionen, *Konsumentskyddet på finansmarknaden*, Rapport 2009:10, Dnr. 09-1321, [http://www.fi.se/upload/43\\_Utredningar/20\\_Rapporter/2009/Rapport\\_2009\\_10.pdf](http://www.fi.se/upload/43_Utredningar/20_Rapporter/2009/Rapport_2009_10.pdf), hämtat den 2012-12-07; kl. 10.08.

Statistiska Centralbyrån, *Aktieägarstatistik*, Statistiska meddelanden FM 20 SM 1202, [http://www.scb.se/Statistik/FM/FM0201/2012H01/FM0201\\_2012H01\\_SM\\_FM20SM1202.pdf](http://www.scb.se/Statistik/FM/FM0201/2012H01/FM0201_2012H01_SM_FM20SM1202.pdf), hämtat den 2012-11-13; kl. 22.05.

Sveriges Riksbank, *Den svenska finansmarknaden 2012*,  
[http://www.riksbank.se/Documents/Rapporter/Finansmarknaden/2012/rap\\_finansm\\_120831\\_uppdaterad121002\\_sve.pdf](http://www.riksbank.se/Documents/Rapporter/Finansmarknaden/2012/rap_finansm_120831_uppdaterad121002_sve.pdf), hämtat den 2012-11-10; kl.  
18:57.

# Rättsfallsförteckning

## Nationella rättsfall

NJA 2009 s. 79

RÅ 1965 ref. 19

## Internationella rättsfall

Bundesgerichtshof (German Supreme Court), judgment of 16 March 2009 (II ZR 302/06), BGHZ 180, 154.

United States of America Before the Securities and Exchange Commission, Administrative proceeding File No. 3-13561, *In the Matter of Perry Corp.*, <http://www.sec.gov/litigation/admin/2009/34-60351.pdf>, hämtat den 2012-12-12; kl. 17:40.