

Regeringens proposition till Riksdagen med förslag till lagar om ändring av lagen om värdeandelssystemet och lagen om värdeandelskonton

PROPOSITIONENS HUVUDSAKLIGA INNEHÅLL

I denna proposition föreslås att lagen om värdeandelssystemet skall preciseras så att den motsvarar de senaste årens förändringar på masskuldebrevsmarknaden och inom statens upplåning. I den gällande lagen ingår ett förbud mot att till värdeandelssystemet överföra värdeandelar för vilka ett skuldebrev eller ett annat liknande fordringsbevis har utfärdats. Detta förbud föreslås bli upphävt. Vidare föreslås stadganden om hur masskuldebrevslån frivilligt kan överföras till värdeandelssystemet. Till lagen föreslås dessutom mer detaljerade stadganden om vilka basuppgifter om masskuldebrevslån som skall noteras i värdeandelssystemet.

Det föreslås att utländska investerares möjligheter att förvärva masskuldebrev som överförs till värdeandelssystemet skall förbättras genom att regleringen av förvaltarregistreringen utsträcks till att gälla även värdeandelar i främmande kapital vid sidan av värdeandelar i eget kapital. I anknytning till detta föreslås en sådan ändring av lagen om värdeandelskonton att det blir tillåtet att notera en utländsk ägares värdeandelar på ett särskilt förvaltningskonto.

Lagarna avses träda i kraft så snart som möjligt efter att de har antagits och blivit stadfästa.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

	Sida		Sida
PROPOSITIONENS HUVUDSAKLIGA INNEHÅLL	1	DETALJMOTIVERING	21
INNEHÅLLSFÖRTECKNING	2	1. Motivering till lagförslagen	21
ALLMÄN MOTIVERING	3	1.1 Lag om ändring av lagen om värdeandelssystemet	21
1. Inledning	3	1.2. Lag om ändring av lagen om värdeandelskonton	24
2. Nuläget	4	2. Ikraftträdande	26
2.1 Lagstiftning	4	3. Lagstiftningsordning	26
2.2 Praxis	7		
2.3 Bedömning av nuläget	10	LAGTEXTER	32
3. Propositionens mål och de viktigaste förslagen	16	1. Lag om ändring av lagen om värdeandelssystemet	27
4. Propositionens verkningar	16	2. Lag om ändring av lagen om värdeandelskonton	28
5. Beredningen av propositionen	17	PARALLELLTEXTER	29
6. Andra omständigheter som inverkat på propositionens innehåll	18		

ALLMÄN MOTIVERING

1. Inledning

Den västerländska finansmarknaden har sedan 1980-talet kännetecknats av att traditionella bankkrediter har ersatts med omsättningsbara krediter som skaffas direkt på marknaden. Fenomenet kallas värdepapperisering. Värdepapperiseringen gör i allmänhet förmedlingen av finansiering effektivare eftersom kredittagarna kan få de behövliga medlen direkt från investerarna. Dessa kan i sin tur vid behov sälja krediter i värdepappersform på sekundärmarknaden. Finansieringspriset bestäms av marknaden.

Betydelsen av andra finansieringskanaler än krediter beviljade av finansiella institut tilltar i synnerhet när de finansiella instituten blir tvungna att minska sina balansräkningar och skärpa kreditgivningen. Värdepapperiseringen har framskridit längst i länder med liten administrativ reglering av finansmarknaden. Också Finland har under den senaste tiden försökt minska myndigheternas detaljerade reglering av verksamheten på värdepappersmarknaden, i syfte att få marknaden att öka i betydelse.

Med masskuldebrevslån avses ett större lån som har delats upp i flera delskulder som alla sinsemellan har samma villkor. För varje del av lånet ges ett separat fordringsbevis, dvs. ett masskuldebrev. Enligt rådande praxis används egentliga masskuldebrev vid långfristiga krediter. Marknaden med masskuldebrev och aktier räknas till kapitalmarknaden, där finansiering i regel förmedlas för längre tid än ett år. Vanligtvis erbjuds allmänheten att teckna masskuldebrevslån i form av s.k. lån för allmänheten. För att trygga sekundärmarknaden för lånet anhålls ofta om att lånet skall noteras på fondbörsens börslista.

Avkastningen på det kapital som investeras i ett masskuldebrev består i huvudsak av den ränta låntagaren betalar investeraren. Räntan kan bestämmas vara antingen fast eller rörlig under lånetiden. En fast ränta är oförändrad under lånets hela giltighetstid. Vidare kan räntan vara fast på det sättet att den fastställs på olika nivå under olika år av lånets giltighetstid. En rörlig ränta binds däremot till en referensränta. Dessutom kan avkastningen på ett masskuldebrevslån bestämmas genom t.ex. ett index som beskri-

ver prisnivån på börsnoterade värdepapper.

Ett masskuldebrevslån kan också emitteras utan att något särskilt räntevillor fastställs i lånevillkoren. Ett sådant lån kallas nollkuponlån. För ett sådant lån betalar investeraren vid investeringstillfället ett pris som ligger under det nominella värdet, men när lånetiden löper ut betalas lånets hela nominella värde. Ränteintäkten utgörs således av skillnaden mellan det nominella värdet och det betalda priset. Exempelvis kortfristiga penningmarknadsskuldebrev har i regel ingen nominell ränta.

Emittenten är skyldig att betala tillbaka sitt lån till innehavarna av masskuldebrev. I lånevillkoren fastställs hur lånet skall betalas tillbaka. Enligt lånevillkoren kan emittenten vara skyldig att under giltighetstiden amortera lånet i antingen rörliga eller jämna rater (s.k. *sinking fund*-lån). Det går dock också att bestämma att hela lånet skall amorteras på en gång i slutet av lånetiden. Ett sådant lån kallas för *bullet*-lån.

Precis som all annan investeringsverksamhet har också investeringar i masskuldebrev sina risker. För investeraren är det först och främst viktigt att emittenten klarar av att betala räntor och amorteringar på masskuldebrevslånet. Denna kreditrisk avspeglar sig i räntan på masskuldebrevet på så sätt att ju större osäkerhet det råder angående emittentens betalningsförmåga, desto större ränta måste han betala på lånet. För att investeraren skall kunna beräkna hur stor risken är, är emittenten i många länder skyldig att offentliggöra uppgifter om sig själv. Emittentens skyldighet att lämna marknaden uppgifter regleras i många av Europeiska gemenskapernas direktiv. Informationsplikten behandlas bl.a. i följande direktiv:

- rådets direktiv om samordning av villkoren för upptagande av värdepapper till officiell notering vid fondbörs (79/279/EEG), nedan noteringsdirektivet,

- rådets direktiv om samordning av kraven på upprättande, granskning och spridning av prospekt som skall offentliggöras vid upptagande av värdepapper till officiell notering vid fondbörs (80/390/EEG), nedan direktivet om börsprospekt,

- rådets direktiv om samordning av kraven på upprättande, granskning och spridning av prospekt som skall offentliggöras

när överlåtbara värdepapper erbjuds till allmänheten (89/298/EEG), nedan direktivet om emissionsprospekt,

- rådets direktiv om sådana uppgifter som skall offentliggöras vid förvärv eller avyttring av ett större innehav i ett börsnoterat bolag (88/627/EEG), nedan flaggningsdirektivet

- rådets direktiv om information som regelbundet skall offentliggöras av bolag vars aktier har upptagits till officiell notering vid fondbörs (82/121/EEG), nedan direktivet om halvårsrapporter,

- rådets direktiv om samordning av föreskrifter om insiderhandel (89/592/EEG), nedan insiderdirektivet.

Flaggningsdirektivet och direktivet om halvårsrapporter tillämpas dock inte på masskuldebrev. Direktiven ingår i det regelverk som omfattas av avtalet om Europeiska ekonomiska samarbetsområdet (EES-avtalet), och de har trätt i kraft i Finland bl.a. genom den ändring av värdepappersmarknadslagen (740/93) som trädde i kraft i början av 1994.

Emittenterna anhåller på den internationella marknaden om kreditklassificering av opartiska inrättningar som bedömer kreditvärdigheten. Bedömningen av kreditvärdigheten (på engelska *rating*) ökar förtroendet på marknaden och gör det lättare för ökända företag att komma in på lånemarknaden. För närvarande är det bara de största finländska företagen, t.ex. internationellt verksamma banker och exportföretag, som har fått sina kreditvärdighetsbedömningar publicerade. Däremot finns det inte något allmänt system för riskklassificering i Finland. Ett sådant system har dock allmänt ansetts nödvändigt, eftersom det beräknas öka de små och medelstora företagens möjligheter att vara med på kapitalmarknaden.

En annan betydande risk för investerarna har anknytning till förändringarna i den allmänna räntenivån (ränterisk). Innan lånetiden löper ut kan masskuldebrevet säljas på sekundärmarknaden, där priset bestäms enligt den allmänna räntenivån. Om denna räntenivå överstiger lånets nominella ränta sjunker lånets marknadspris. Sänkningen av marknadspriset beror på att kassaflödet enligt lånets nominella ränta är mindre än kassaflödet enligt marknadsräntan på ett lån med motsvarande risker och lånetid som säljs till marknadspris. Som kompensation för en nominell ränta som är lägre än mark-

nadsräntan bjuder köparen mindre för skuldebrevet för att på sin investering få en totalavkastning som motsvarar marknadsräntan. Inköpspriset bestäms utifrån det nuvärde som diskonterats till marknadsräntan och som motsvarar lånets kassaflöde vid köptillfället samt utifrån de räntor som upplupit fram till inköpsdagen. Ränterisken är mindre för ett lån med rörlig ränta än för ett med fast. Ju mera det är kvar av lånetiden, dvs. ju längre lånets maturitet är, desto mer påverkas lånets marknadspris av förändringar i räntenivån. Marknadspriset påverkas dessutom av hur stor sannolikheten är för att investeraren skall göra en kreditförlust på grund av emittenten.

I verksamheten på marknaden ingår en risk för att masskuldebrevet inte kan säljas eller köpas på marknaden vid en viss tid (likviditetsrisk). Denna risk föreligger i synnerhet på en tunn marknad, som t.ex. inte har tillräckligt många köpare för att kunna täcka en efterfrågan som av en eller annan orsak har ökat. En utländsk investerare som investerar i masskuldebrev i finska mark skall också beakta de risker som ändrade valutakurser medför (valutarisk). Internationellt verksamma storplacerare försöker vidare sprida ut sina investeringar på olika marknader för att ha kontroll över riskerna i anknytning till en stat och dess samhällsekonomi (länderrisk).

För närvarande emitteras masskuldebrev som fysiska dokument och hanteras huvudsakligen av banker. När värdeandelssystemet infördes blev det möjligt att effektivera masskuldebrevsmarknaden. Inom värdeandelssystemet kan masskuldebrev hanteras snabbare, förmånligare och tillförlitligare än i ett system som bygger på fysiska dokument.

2. Nuläget

2.1 Lagstiftning

Värdeandelslagstiftningen och beredningen av den

Det första förslaget till ett helt och hållet värdepapperslöst system baserat på automatisk databehandling ingick i ett betänkande som avgavs av kommissionen för utvecklande av värdepappershantering (Kommittébetänkande 1986:32) vilket överlämnades i oktober 1986. Enligt förslaget skulle vär-

deandelssystemet bestå av emittenternas eg-naserviceregister samt av bankernas och bankirfirmornas serviceregister. I betänkan-det behandlades värdeandelar i såväl eget som främmande kapital.

I kommissionen för utvecklande av värdepappershantering framgick det tydligt att det inte ansågs nödvändigt att centralisera värdeandelssystemet i Finland på samma sätt som i de övriga nordiska länderna. En lösning som bygger på separata register föreslogs eftersom Sverige hade haft stora problem med sitt centraliserade system för hantering av aktier på 1980-talet. Det centraliserade systemet ansågs dessutom vara byråkratiskt, problematiskt ur konkurrensperspektiv och dyrt.

I september 1987 tog justitieministeriet dock som utgångspunkt för den fortsatta beredningen en lösning som avvek från kommissionens förslag. I lösningen från-gicks systemet med emittenternas serviceregister och registrens uppgifter överfördes på ett lagstadgat andelslag som upprätthåller ett aktiecentralregister. Justitieministeriet gick in för den här lösningen eftersom kravet på separata register för varje emittent i praktiken kunde ha inneburit att börsbolagen skulle ha blivit tvungna att skaffa sig sådana förmögenhetsförvaltningssystem som bankerna använder. Vidare beslöts det att skötseln av värdeandelssystemets gemensamma uppgifter skulle åläggas en lagstadgad värdeandelsförening vars medlemmar består av ett andelslag som upprätthåller aktiecentralregistret och av övriga registeransvariga. Med stadgandena om ett andelslag som upprätthåller aktiecentralregistret och om en värdeandelsförening försökte man öka det opartiska inslaget i värdeandelssystemet.

Den egentliga beredningen av värdeandelslagstiftningen inleddes vid justitieministeriet i augusti 1988. Då bestämdes det att värdeandelslagstiftningen skulle delas upp på två separata lagar. Den fortsatta beredningen av förslaget från kommissionen för utvecklande av värdepappershantering sköttes som tjänsteuppdrag.

Regeringens proposition med förslag till lag om värdeandelssystemet och till lagstiftning som har samband med den (RP 104/1990 rd) avläts till riksdagen våren 1990. Det förslag som justitieministeriet beredde tillåter i princip också ett helt och hållet centraliserat system. Enligt förslaget kan detta uppnås på frivillig väg genom att ett

för alla marknadsparter gemensamt värdeandelsregister inrättas.

Lagen om värdeandelssystemet (826/91) och lagen om värdeandelskonton (827/91) samt andra lagar med anknytning till systemet stadfästes i maj 1991. I lagen om värdeandelssystemet stadgas främst om systemets uppbyggnad, verksamhet och organisation. I lagen om värdeandelskonton stadgas om förmögenhetsrätter i anknytning till värdeandelarna och om noteringsförfarandet. I samband med detta ändrades vissa lagar av central betydelse för systemet. Den mest betydande ändringen gällde lagen om aktiebolag (734/78), till vilken fogades ett nytt 3 a kap. om aktier som hör till värdeandelssystemet. Lagarna trädde i kraft den 1 augusti 1991 genom en separat lag (1069/91).

Vid beredningen av lagstiftningen uppmärksammades masskuldebrevens på kapitalmarknaden bara i liten mån. De juridiska problemen vid beredningen hade anknytning till aktier. Masskuldebrevsmarknaden däremot var så tunn och outvecklad att man trodde att en överföring av marknaden till värdeandelssystemet skulle ske som en biprodukt av systemet. T.ex. statens skuldsättning var låg, och masskuldebrevens väntades inte medföra några hanteringstekniska problem. I värdeandelslagstiftningen såväl som i de övriga normerna för värdepappersmarknaden i låg tyngdpunkten därför på aktier, fastän lagstiftningen har ett allmänt tillämpningsområde.

Lagstiftningen om masskuldebrev

Enligt 1 kap. 2 § 1 mom. 2 punkten värdepappersmarknadslagen (495/89) är värdepapper ett bevis som utfärdats över en andel i ett masskuldebrevslån eller över någon därmed jämförlig gäldenärsförbindelse som är avsedd att sättas i omlopp bland allmänheten tillsammans med flera andra likalydande förbindelser. Masskuldebrevens jämställs med bevis som utfärdats över en till andelen eller förbindelsens ansluten rätt till ränta eller avkastning.

Ett värdepapper har satts i omlopp bland allmänheten enligt 1 kap. 1 § värdepappersmarknadslagen när personer som inte tillhör en på förhand definierad grupp kan delta i utbytet av värdepapper. Med ett större antal avses i 4 § lagen om skuldebrev (622/47) förbindelsernas stycketal. Att bevisen skall vara likalydande syftar på sådant som inte

har någon faktisk inverkan på värdepappersrets värde.

Andelar i samma värdepapper kan kontinuerligt emitteras på så sätt att gäldenären utfärdar nya förbindelser enligt sitt behov av finansiering när gamla förbindelser förfaller. Värdepappersmarknadslagen kräver inte att andelarna i ett masskuldebrevslån emitteras samtidigt.

Som värdepapper räknas vid sidan av masskuldebrev på kapitalmarknaden också skuldebrev som används på penningmarknaden, t.ex. de bankcertifikat som bankerna emitterar, statens skuldförbindelser, större företags företagscertifikat samt städernas och kommunernas kommuncertifikat. Penningmarknadsskuldebrev är kortfristiga, i regel högst ettåriga förbindelser för vilka inte betalas någon nominell ränta. Huvuddelen av handeln på penningmarknaden sker på interbankmarknaden mellan bankerna och Finlands Bank, och där används bankcertifikat och statens skuldförbindelser.

Till slutet av 1993 var lagen om obligations- och debenturlån samt övriga masskuldebrevslån (553/69, nedan masskuldebrevslagen) i kraft. Den gällde masslån som emitteras offentligt. Som namnet på lagen antyder delades masskuldebrevslånen in i tre grupper. Benämningarna obligation och debentur hade reserverats för masskuldebrevslån som definieras separat i lagen. Kännetecknande för obligationslånen var att de var synnerligen säkra. Debenturlånen fick endast emitteras av bokföringsskyldiga näringsidkare. Debenturlånen delades in i kredit- och riskdebenturlån. Kreditdebenturerna hade samma förmånsrätt som låntagarens övriga förbindelser, medan riskdebenturerna hade sämre förmånsrätt än låntagarens övriga förbindelser. Inga säkerheter fick ställas för ett debenturlån. Den tredje gruppen av masskuldebrevslån enligt masskuldebrevslagen var övriga masskuldebrevslån. Minimiinnehållet för obligationer och debenturer fanns angivet i detalj i lagen. För övriga masskuldebrevslån gällde däremot ingen motsvarande reglering.

Masskuldebrevslagen upphävdes vid ingången av 1994 när de ändringar i värdepappersmarknadslagen som EES-avtalet föranledde trädde i kraft. Lagen ansågs föråldrad och oändamålsenlig. Huvuddelen av de emitterade masskuldebrevslånen var lån som i lagen benämndes övriga masskuldebrevslån och som reglerades minst. I prome-

morian från den arbetsgrupp som arbetade med masskuldebrevslagen och som föreslog att lagen skulle upphävas (arbetsgruppspromemoria 1989: FM 6) ansågs det inte vara nödvändigt att lagen innehåller en klassificering av olika lånetyper eller detaljerade kännetecken. Enligt promemorian är det på den snabbt föränderliga finansmarknaden viktigt att lagstiftningsramarna är så smidiga att de tillåter att marknaden utvecklas och att investeringsprodukter av ny typ tas i bruk.

Masskuldebrevslagen ersattes med ett nytt 5 kap. i lagen om skuldebrev. Enligt 5 kap. 34 § 1 mom. i nämnda lag kan masskuldebrev emitteras av offentliga samfund och bokföringsskyldiga. Masskuldebrev med sämre förmånsrätt än emittentens övriga förbindelser skall enligt stadgandet benämnas debenturer. Emittenten eller ett samfund som hör till emittentens koncern får inte ställa säkerhet för debenturen.

Lagen om skuldebrev är en allmän författning som gäller kreditförhållanden generellt och som även kan tillämpas på masskuldebrev. Lagen är i huvudsak dispositiv, så stadgandena kan frångås genom ett avtal parterna emellan. Enligt huvudregeln får borgenären och gäldenären själva utarbeta de enskilda villkoren för kreditförhållandet. Skuldebrevets innehåll fastställs således inte i detalj i lagen.

Med skuldebrev avses i lagen om skuldebrev generellt ett ovillkorligt fordringsbevis i pengar, vilket gäldenären har gett skriftligen. Det centrala innehållet i skuldebrevet är, vid sidan av anteckningar om det nominella värdet och om gäldenären, villkoren för när skulden förfaller, för betalningsplatsen, för räntan samt för fördelningen av ansvaret i de fall där det finns flera gäldenärer. I praktiken kan t.ex. räntevillkoren för masskuldebrev emitterade av företag göras mycket komplicerade inom ramen för avtalsfriheten.

Skuldebrev indelas i lagen om skuldebrev i löpande och vanliga skuldebrev, dvs. skuldebrev ställda på en viss person. Masskuldebrev utgör sådana löpande skuldebrev som avses i lagen. I 2 kap. finns för hela omsättningen av värdepapper centrala stadganden om metoderna att vid överlåtelsen av ett skuldebrev skydda en förvärvare som handlar i god tro. Motsvarande stadganden för värdeandelar finns i 26 - 29 §§ lagen om värdeandelskonton.

En av de dispositiva tolkningsnormerna i

lagen om skuldebrev finns i 4 §, enligt vilken emittenten av ett masskuldebrev kan frånga lagens allmänna regel enligt vilken skulden skall betalas hos borgenären och i stället utföra betalningen i sin egen affärslokal. Vidare finns i 23 och 25 §§ andra specialstadganden, som främst gäller ställningen för räntekuponer på masskuldebrev och deras omsättbarhet.

Samtidigt som masskuldebrevslagen upphävdes utvidgades informationsskyldigheten enligt värdepappersmarknadslagen till att gälla värdepapper i främmande kapital. Enligt 2 kap. 3 § värdepappersmarknadslagen åläggs emittenten att upprätta ett prospekt som beskriver värdepapperet och emittenten när värdepapperet noteras på börslistan (börsprospekt) eller annars erbjuds till allmänheten (emissionsprospekt). Prospektet sänds till finansinspektionen för godkännande, och finansinspektionen för en offentlig förteckning över masskuldebrevslånen. För masskuldebrev som gäller för kortare tid än ett år behövs dock inget emissionsprospekt. Andra emittenter av värdepapper i främmande kapital än offentliga samfund är enligt 2 kap. 7 § även kontinuerligt skyldiga att informera om faktorer som påverkar värdepapperets värde och pris.

Specialregleringen av konkursbevakningen i fråga om masskuldebrev överfördes till 110 a § konkursstadgan (743/93) när lagen om masskuldebrevslån upphävdes. Genom stadgandet underlättas ställningen för innehavaren av ett masskuldebrev om emittenten försätts i konkurs, eftersom han kan behålla sin rätt att få betalning genom att sända skuldebrevet till den person som domstolen har förordnat. Innehavaren av skuldebrevet behöver inte bevaka sin fordran på något annat sätt.

Enligt kreditinstitutslagen (1607/93) tillåts kreditinstituten av allmänheten genom masskuldebrev skaffa de medel som skall återbetalas. Om ett kreditinstitut emitterar ett lån för vilket en betryggande säkerhet överlämnas i finansinspektionens besittning, iaktas lagens 109 §. Enligt den godkänner finansinspektionen säkerheterna och övervakar kontinuerligt att de är tillräckliga.

2.2 Praxis

Masskuldebrevsmarknaden

Vanligen hör staterna till de mest betydan-

de emittenterna på masskuldebrevsmarknaden. De finansierar budgetunderskotten genom att sälja masskuldebrev till allmänheten. Sålunda har staterna i regel en avgörande ställning också när det gäller att utveckla masskuldebrevsmarknaden. I många västländer anses statens lån medföra liten risk för investerarna, och avkastningen på lånen utgör jämförelsegrund för kraven på avkastning på andra investeringsobjekt. Sekundärmarknadsröntorna på statens lån används till att beskriva det allmänna ränteläget på marknaden och till att jämföra räntenivån i olika länder.

I finska statens upplåning i finska mark används huvudsakligen serieobligationer med fast ränta, med vilka det handlas på grossistmarknaden. Även bostadsfonden har emitterat lån som kan jämföras med serieobligationer. Dessa lån kallas referenslån eller benchmarklån (på engelska *benchmark bond*), eftersom deras räntenivå används som allmän referensränta på marknaden. Det utelöpande benchmarklånebeståndet var ca 69 mrd. mk i slutet av 1994. I praktiken är det statskontoret som svarar för emissionerna.

Försök har gjorts att förbättra likviditeten på marknaden för benchmarklån med hjälp av ett s.k. *primary dealer*-system, som skapades sommaren 1992. Syftet med systemet är att garantera att emissionen av benchmarklån lyckas och i synnerhet att sekundärmarknaden för lånen kan upprätthållas. *Primary dealer*-systemet bygger på två olika avtal.

De fem största finländska affärsbankerna har genom avtal med statskontoret förbundit sig att upprätthålla en sekundärmarknad och ge investerarna bindande prisofferter på statens benchmarklån. En *primary dealer* har skyldighet och ensamrätt att delta i de auktioner som ordnas i samband med emissionen av lånen.

I ett avtal undertecknat av Finlands Bank och *primary dealers* har man kommit överens om förhållningsreglerna på sekundärmarknaden. Marknadsgaranterna har t.ex. förbundit sig att rapportera sina affärer till centralbanken. Finlands Bank övervakar att reglerna följs.

Nya parter har tagits med i *primary dealer*-systemet sedan det inrättades. I slutet av 1994 verkade följande finländska och utländska kreditinstitut och värdepappersförmedlingsföretag som *primary dealers*: Alfred

Berg Fondkommission Ab, Evli Fondkommission Ab, Goldman Sachs International, Kansallis-Osake-Pankki, Andelsbankernas Centralbank Ab, Postbanken Ab, Föreningsbanken i Finland Ab, Svenska Handelsbankens filial i Helsingfors, Sparbankernas Central-Aktie-Bank och Unibank A/S.

Med de masskuldebrev som noterats på börslistan bedrivs i någon mån handel på sekundärmarknaden inom Helsingfors Fondbörs' ADB-baserade aktiehandelssystem HETI. Merparten av handeln med masskuldebrev bedrivs dock någon annanstans än på Helsingfors Fondbörs, fastän masskuldebrev utan undantag är börsnoterade värdepapper. Bankerna säljer vanligen låneandelar till detaljisterna direkt från sina konsignationslager. På grossistmarknaden för masskuldebrev bedrivs handeln däremot så att marknadsparterna sluter köpen sinsemellan per telefon eller skriftligen. Clearingen av handeln sker separat för varje köp och bilateralt mellan handelsparterna eller de värdepappersförmedlare som gjort affären. Avslut med masskuldebrev kan meddelas aktiehandelssystemet HETI, men marknadsparternas anmälningsförfarande är inte enhetligt. De uppgifter som Helsingfors Fondbörs publicerar om masskuldebrevsmarknaden innehåller således bara en liten del av handeln med benchmarklån och av volymuppgifterna. Mera heltäckande uppgifter om masskuldebrevsmarknaden publiceras regelbundet av Finlands Bank.

Finska staten tar även upp lån av hushållen genom att sälja s.k. avkastningsobligationer. Numera är avkastningsobligationerna skattepliktiga, och lånetiderna varierar från två till fyra år. Avkastningsobligationernas bestånd var ca 10 mrd. mk i slutet av 1994.

Masskuldebrev emitteras förutom av staten även av finansiella institut och andra företag samt av kommuner, ideella föreningar och stiftelser. För den finansiering som kommunsektorn behöver och som är oberoende av banker grundades 1989 Kommunfinans Ab, som beviljar kredit till kommuner, sammkommuner samt sammanslutningar som är avhängiga av en kommun och som fått kommunal borgen för sina lån. De medel som behövs för kreditgivningen skaffar Kommunfinans Ab på både den internationella och den finländska marknaden t.ex. genom kommunobligationer. Medelsanskaffningen garanteras av Kommunernas pensionsförsäkring. I slutet av 1994 var de utelöpande

kommunobligationernas sammanlagda värde ca 1,5 mrd. mk. Kännetecknande för kommunobligationerna har varit att internationella bedömare av kreditvärdighet klassificerat dem högt, vilket numera är ovanligt i Finland. Klassificeringen av kommunobligationer har motsvarat klassificeringen av statens lån.

Det totala beståndet av de masskuldebrevslån i finska mark som företag och finansiella institut emitterat var litet över hundra miljarder mark 1994. Internationellt sett är det vanligt att företagen emitterar kombinationer av investeringar i eget och främmande kapital, t.ex. konverterings-, options- och kapitallån samt aktier utan rösträtt. Dessa finansieringsformer har drag av både aktier och masskuldebrevslån. I Finland kan aktiebolagen emittera konverterings- och optionslån vars avkastning består av dels ränta, dels en möjlighet att dra nytta av aktiens värdestegring.

Utländska investerare ägde i slutet av 1994 över 10 % av beståndet av utelöpande masskuldebrev i finska mark.

Det decentraliserade värdeandelssystemet

Under tjänstemannaberedningen av värdeandelstagstiftningen 1986 - 1989 hade marknadsparterna separata systemprojekt på gång. Planeringen av värdeandelssystemet koncentrerades till ett system för förvaring av värdepapper. Däremot fick clearingen inom värdepappershandeln inte lika mycket uppmärksamhet. I Finland fanns inget system för förvaring och clearing av utelöpande värdepapper i form av fysiska dokument. I många länder fungerar ett sådant system som förstadium till ett värdepapperslöst system. År 1988 gjordes visserligen ett försök att utveckla ett sådant system med hjälp av en särskild depositionsinstitution för värdepapper, APC-Keskus Oy. Strävan var att temporärt koncentrera förvaringen och hanteringen av värdepapper till bolaget, men trovärdighetsproblem i anknytning till den rättsliga grunden för verksamheten samt beredningen av värdeandelstagstiftningen ledde till att projektet övergavs.

Finlands Bank började 1987 operera på marknaden för kortfristiga penningmarknadsskuldebrev för att sköta penningpolitiken. Förändringen gjorde det nödvändigt att också se över clearingsystemet för skuldebrev på penningmarknaden. Kraschen på New

York-börsen i oktober samma år gjorde clearing generellt till föremål för internationell uppmärksamhet.

Penningmarknadsparterna grundade Penningmarknadsföreningen i Finland, där möjligheterna utreddes att ordna clearing på penningmarknaden i form av fysiska dokument med hjälp av utelöpande penningmarknadsskuldebrev. Medan projektet pågick blev det dock klart att ett tillräckligt tillförlitligt och snabbt clearingsystem för skuldebrev i dokumentform inte kunde skapas för marknadens behov. Härefter lät man göra en konsultutredning över olika alternativ att genomföra ett penningmarknadssystem med hjälp av automatisk databehandling. Med stöd av utredningen gick penningmarknadsparterna in för ett tekniskt centraliserat, värdepapperslöst system, där en clearingcentral står för clearingen av handeln på penningmarknaden. När beredningen av värdeandelslagstiftningen framskred framgick det dessutom att även penningmarknadsskuldebrev kunde fogas till värdeandelsystemet.

Finlands Bank och heliborbankerna förhandlade i slutet av 1988 om att slå ihop APC-Keskus Oy med det planerade penningmarknadssystemet. Projektet övergavs dock vintern 1989. På grund av att planerna för systemen gick isär ansågs inte en sammanslagning nyttig. Helsingfors Fondbörs Andelslag hyrde APC-Keskus Oy:s datasystem för sin egen clearingcentral, och penningmarknadsparterna koncentrerade sig på att inrätta ett penningmarknadssystem.

Finlands Bank, statskontoret och heliborbankerna grundade i juni 1989 Helsingfors Penningmarknadscentral Ab med centralbanken som huvudägare. Penningmarknadscentralens uppgift blev i första hand att tillhandahålla den service penningmarknaden behövde när de skuldebrev som användes på marknaden överfördes till värdeandelsmiljön. Utvecklandet av ett separat penningmarknadssystem påverkades av att Finlands Bank inte godkände en tekniskt decentraliserad värdeandelsmiljö på penningmarknaden, där centralbanken vidtar sina finanspolitiska åtgärder. En sådan miljö erbjöd inte tillräckliga förutsättningar för clearing av penningmarknadsavslut och skötsel av betalningsrörelsen.

Värdepappersmarknadslagen trädde i kraft i augusti 1989. I samband med det utreddes de meningsskiljaktigheter som uppstått vid

riksdagsbehandlingen av lagen, dvs. om penningmarknadsskuldebrev är sådana värdepapper som avses i värdepappersmarknadslagen eller inte. Penningmarknadsparterna försökte helt och hållet lämna skuldebrev utanför definitionen av värdepapper i värdepappersmarknadslagen. Definitionerna i värdepappersmarknadslagen påverkade dock i hög grad även tillämpningsområdet för den värdeandelslagstiftning som var under beredning, och därför stabiliserades penningmarknadsskuldebrevens ställning som sådana värdepapper som avses i 1 kap. 2 § värdepappersmarknadslagen.

Aven de som hade intressen i aktiehanteringen följde noggrant beredningen av värdeandelslagstiftningen. I synnerhet vissa börsbolag försökte skynda på inrättandet av värdeandelsystemet, eftersom det förväntades sänka aktiebolagens kostnader för utbetalning av avkastning och för aktieemissioner avsevärt. Finlands Aktiecentralregister Andelslag grundades sommaren 1989. Andelslagets medlemmar består av emittenter av värdeandelar i eget kapital. Med tanke på aktiecentralregistrets datatekniska miljö gjordes en utredning där tretton lösningsmodeller utvärderades. Även nordiska modeller ingick i utvärderingen. Systemets grundstruktur utformades tekniskt sett av bankernas system för förmögenhetsförvaltning och förvaring av värdepapper. Bankerna försökte skydda sina investeringar i dessa system, trygga ställningen för sina leverantörer av datasystem och bevara sina marknadsandelar. När systemet utformades trodde man att handeln med värdepapper skulle öka mer än den i själva verket har gjort. Dessa faktorer ledde till att värdeandelsystemet för aktier decentraliserades.

För närvarande hanteras värdeandelar i eget kapital i den datatekniska miljön i anknäring till Finlands Aktiecentralregister Andelslag. En del av de där verksamma bankernas värdeandelsregister använder sig av ett eget datasystem. De övriga registeransvariga köper registertjänster av aktiecentralregistret. Alla register har dock datateknisk direktkontakt med aktiecentralregistrets datasystem. Clearing av aktiehandel sker i Helsingfors Fondbörs' clearingsystem KATI.

Helsingfors Penningmarknadscentral Ab upprätthåller en centraliserad datateknisk miljö för värdeandelarna på penningmarknaden och verkar som clearingsammanslutning. Det finns inga fungerande förbindelser mel-

lan penningmarknadscentralens miljö för datasystem och aktiecentralregistrets datatekniska miljö. Hanteringen och clearingen av värdeandelar i eget och främmande kapital har sålunda skilts åt. I separat verkande system är det också svårt att upprätthålla förbindelserna mellan grossist- och detaljistmarknaden för masskuldebrev, och att detta skulle kunna ske vore av central betydelse med tanke på statens upplåning i finska mark.

Olika myndigheter har flera gånger framhållit att det vore lättare att sköta clearingen av värdepappershandeln på ett tillförlitligt och effektivt sätt med ett centraliserat registreringssystem. Riksdagen uttryckte i sitt svar av den 10 december 1990 om värdeandelslagstiftningen sin oro över det decentraliserade värdeandelsystemets konkurrensneutralitet. Senare har även marknadsparterna sagt sig sträva efter ett system för handläggning och clearing av värdepapper som är mera centraliserat än det nuvarande.

2.3 Bedömning av nuläget

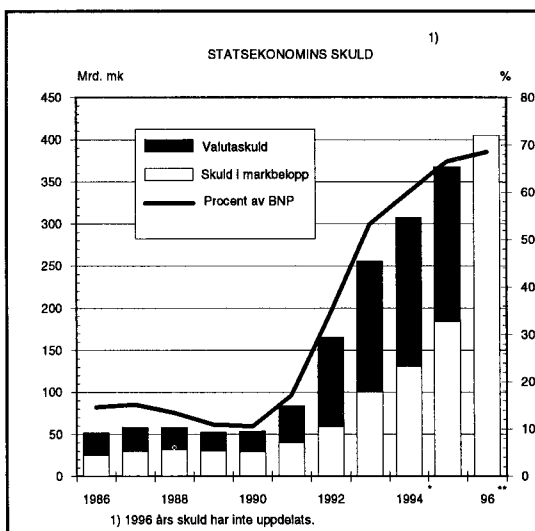
Masskuldebrevsmarknadens ökande betydelse

När värdeandelslagstiftningen bereddes var masskuldebrevsmarknaden inte lika betydande som den är i dag. I det gynnsamma ekonomiska läge som då rådde hade inte heller statsmakten någon speciell anledning att utveckla strukturen hos värdepappersmarknaden. År 1988 var t.ex. statens skuld i utlandet och i Finland totalt endast ca 58 mrd. mk. Summan motsvarade i stort sett femton procent av bruttonationalprodukten. En betydande del av skulden, 24 mrd. mk, hade erhållits genom obligationslån som upptagits hos allmänheten.

Trots statens ringa behov av upplåning ansågs den utvecklade masskuldebrevsmarknaden allmänt vara problematisk. Bl.a. en arbetsgrupp tillsatt av finansministeriet dryftade hur masskuldebrevsmarknaden kan utvecklas. I arbetsgruppens promemoria (finansministeriets arbetsgruppspromemoria 1991:29) behandlades de strukturella brister som stör verksamheten på marknaden. Arbetsgruppen noterade att masskuldebrevsmarknadens betydelse i alla fall kommer att accentueras under de närmaste åren. Den tilltagande aktiviteten på sekundärmarknaden skulle enligt arbetsgruppen i sin tur öka kra-

ven på marknads struktur och funktionsduglighet. Därför drev arbetsgruppen på en överföring av masskuldebrev till värdeandelssystemet. I promemorian betonades vidare att en välfungerande marknad är av central betydelse för att statens lånebehov skall kunna tillgodoses.

Den allvarliga ekonomiska recessionen har sedermera ökat myndigheternas intresse för att utveckla skuldebrevsmarknaden. Statens skuldsättning har under de senaste åren varit avsevärd till följd av massarbetslöshet, minskade skatteintäkter och andra strukturella anpassningssvårigheter. Statsskulden steg under 1994 till hela 60 % av bruttonationalprodukten, och skuldens tillväxttakt har hela tiden varit oroväckande hög. Den utvecklade masskuldebrevsmarknaden har lett till att staten har varit tvungen att ta huvudparten av sina lån i form av skuldebrev i utländsk valuta. Betecknande för situationen är att beståndet av masskuldebrev i finska mark emitterade av staten under åren 1990 - 1994 steg från ca 32 mrd. till ca 137 mrd. mk, medan värdet av statens masskuldebrev i utländsk valuta under samma tid steg från ca 25 mrd mk. till ca 177 mrd. mk. Således var endast ca 45 % av statens förbindelser tecknade i finska mark, och resten av skulden hade tagits i form av valutakrediter, som är känsliga för kursändringar. I de europeiska jämförelseländerna ligger valutaskuldens andel av statens totala skuld vanligen rejält under 50 %.



Inrättandet av ett primary dealer-system för statens benchmarklån har främjat handeln på grossistmarknaden för masskuldebrev avsevärt. Lånens detaljistmarknad är dock alltså underutvecklad. Utvecklingen av marknaden för de masskuldebrevslån som staten emitterar bromsas upp av den lagstadgade skattelättnaden för tidsbundna bankdepositioner och av återlåningen inom arbetspensionssystemet. Dessutom försvåras verksamheten på masskuldebrevsmarknaden av att den gällande lagstiftningen inte i tillräckligt hög grad stöder en överföring av marknaden till värdeandelsmiljön. Detta fördröjer i synnerhet utvecklingen av en likvid och till grundstrukturen enhetlig masskuldebrevsmarknad.

Påtalade missförhållanden

Omvandling av gamla masslån till värdeandelar. Enligt 26 § lagen om värdeandelssystemet får en värdeandel för vilken ett skuldebrev eller något annat sådant värdepapper har utfärdats inte överföras till värdeandelssystemet. Detta avviker från praxis i de övriga nordiska länderna. Exempelvis 8 § i den svenska lagen om införande av aktiekotolagen (1989:828) stadgar att innehavaren av ett skuldebrev inte har rätt till betalning utifrån skuldebrevet förrän innehavet har registrerats på konto för skuldförbindelser. I praktiken har man därför varit tvungen att överföra skuldebreven till Värdepapperscentralen VPC Aktiebolag, som upprätthåller ett system med värdepapperskonton. I Finland har detta inte ansetts vara möjligt att genomföra i vanlig lagstiftningsordning. Dessutom ansågs det i den situation som rådde när värdeandelslagarna stiftades att en överföring av gamla masskuldebrevslån till värdeandelssystemet var onödig och alltför besvärlig att genomföra i praktiken. Därför kan endast nya lån överföras till systemet enligt 26 § lagen om värdeandelssystemet.

Lydelsen i 26 § lagen om värdeandelssystemet är dock heltäckande i den mån att den också hindrar en frivillig direkt överföring till värdeandelssystemet av ett lån som emitterats i pappersform. Emittenten och innehavarna av skuldebreven kan således enligt gällande lag inte ens genom ett avtal övergå till värdeandelssystemet. Överföringen kan visserligen i princip ordnas genom att emittenten erbjuder sig att lösa in ett utelöpande lån i pappersform av investeraren samtidigt

som ett nytt lån med motsvarande villkor och giltighetstid emitteras i värdeandelssystemet. Emitteringen av ett nytt lån kan dock kräva att emittenten ber om nya fullmakter och vidtar andra särskilda åtgärder som överföringen av ett gammalt lån till värdeandelssystemet inte kräver.

I praktiken kan det hända att de största bankerna förvarar så gott som hela det emitterade beståndet av ett visst lån i sina bankvalv för investerarnas räkning. Ett sådant lån kan därför utan större svårigheter överföras till värdeandelssystemet, om investerarna ger sitt samtycke till överföringen.

Det nuvarande beståndet av benchmarklån emitterade av staten är tillräckligt enhetligt och omfattande med tanke på utvecklingen av masskuldebrevsmarknaden. Det har dock allmänt noterats att staten inte bör ha särskilt många lån i omlopp samtidigt, om lånebestånden skall hållas tillräckligt stora med tanke på sekundärmarknaden. För marknadens likviditet måste villkoren för de utelöpande lånen vara enhetliga. I synnerhet med tanke på marknaden för benchmarklån vore det därför ändamålsenligt om lånen kunde omvandlas till värdeandelar mitt under lånetiden. I annat fall måste lånen överföras till värdeandelssystemet genom att gamla masskuldebrev återinlöses och ett nytt, fullständigt motsvarande värdeandelsslån emitteras i deras ställe.

Eftersom skuldebrevsmarknaden har ökat i betydelse är det inte motiverat att hindra en frivillig överföring av skuldebrev till värdeandelssystemet, om överföringen kan ske säkert och tillförlitligt.

Emissionskonto för värdeandelar i främmande kapital. I 27 § lagen om värdeandelssystemet stadgas om emissionskonton för värdeandelar som överförs till värdeandelssystemet. Ett sådant konto skall enligt paragrafens 1 mom. öppnas för värdeandelar i eget kapital i aktiecentralregistrets värdeandelsregister. För värdeandelar i främmande kapital kan ett konto öppnas i vilket värdeandelsregister som helst. Enligt 2 mom. skall på kontot noteras antalet emitterade värdeandelar och de uppgifter som enligt lag bör anges på ett värdepapper som emitteras i form av ett fysiskt dokument.

Stadgandet om ett emissionskonto är viktigt eftersom det inom värdeandelssystemet inte utfärdas några dokument där rättigheter i anknäytning till värdepapper framgår. Emissionskontona innehåller basuppgifter

om egenskaperna hos den emitterade värdeandelen och om antalet värdeandelar i systemet. Det som annars skulle antecknas på varje värdepapper separat noteras i värdeandelssystemet på ett emissionskonto. I och med att uppgifterna noteras på ett emissionskonto får en förvärvare som är i god tro ett vindikationsskydd gentemot emittenten. Enligt 4 § 2 mom. lagen om värdeandelskonton skall nämligen i den förteckning över slagen av värdeandelar som förs i värdeandelsregistret noteras de uppgifter som registreras på emissionskontot, med undantag för värdeandelarnas antal. Enligt 28 § kan emittenten inte behörigen göra en invändning gentemot förvärvaren i fråga om andra än de uppgifter som framgår av förteckningen över slagen av värdeandelar, om förvärvaren handlat i god tro. Emittenten själv skyddas å andra sidan av att det väsentliga innehållet i värdeandelen, dvs. emittentens skyldigheter och rättigheter, noteras på emissionskontot.

Vidare betjänar emissionskontot den s.k. summasaldokontrollen. Värdeandelarna kommer in i systemet och avlägsnas därifrån genom noteringar på emissionskontot. Av kontot framgår hur många värdeandelar som ursprungligen har emitterats. På så sätt går det att övervaka att det på de övriga värdeandelskontona inte har noterats fler eller färre värdeandelar än vad som finns i omlopp. Härigenom fungerar emissionskontot som motkonto till andra konton i den dubbla bokföringen. För summasaldokontrollen svarar värdeandelsföreningen enligt 15 § 1 mom. 5 punkten lagen om värdeandelssystemet.

På emissionskontot skall göras de anteckningar om aktien som stadgas i exempelvis 3 kap. 5 § 2 och 3 mom. lagen om aktiebolag, t.ex. aktiebolagets firma och aktiens nominella belopp. När det gäller värdeandelar i främmande kapital noteras det som enligt den tidigare gällande masskuldebrevslagen skulle noteras i skuldebrevet. I 9 § masskuldebrevslagen ingick detaljerade bestämmelser om innehållet i en obligation. I 20 och 23 §§ stadgades om debenturens innehåll. För obligationer skulle noteras bl.a. lånebeloppet, obligationernas antal och nominella värde, eventuella serier, ränta, säkerhet och förvaringsplatsen för den, platsen för inlösning av prestationerna och sista inlösningstidpunkt. Motsvarande uppgifter skulle noteras för debenturer. Däremot fanns inga

motsvarande stadganden om vad som skulle noteras för det som lagen avsåg med övriga masskuldebrevslån.

Sedan masskuldebrevslagen upphävdes regleras masskuldebrevslagen i Finland främst genom lagen om skuldebrev, som till största delen är dispositiv. Masskuldebrevslagen kan dock innehålla mycket detaljerade bestämmelser om förhållandet mellan innehavaren av skuldebrevet och emittenten. Det är därför oklart hur ett masskuldebrevslån som emitteras som en värdeandel skall noteras på emissionskontot. För ett emissionskontot för ett masskuldebrevslån också i fortsättningen i enlighet med sitt ursprungliga syfte skall erbjuda förvärvaren och emittenten tillräckligt skydd, bör det noggrannare framgå av lagen vad som skall noteras på kontot.

I den norska lagen om det värdepapperslösa systemet (*Lov om Verdipapirsentral*, 14.6.1985 nr 62), och i stadganden på förordningsnivå utfärdade med stöd av den, fastställs vad som vid emissionen av masskuldebrev skall registreras i det system som värdepapperscentralen, dvs. Verdipapirsentralen, upprätthåller. Sådant är t.ex. värdeandelarnas totala antal, identifikationsuppgifter om emittenten, ursprungligt lånebelopp, låneandelarnas storlek, värdepapperskod, lånetid jämte amorteringsprogram, räntevillkor, säkerhet för lånet och datum för öppnande av emissionskontot. Emissionskontot skall under hela lånetiden visa den återstående lånetiden och det återstående lånebeloppet samt följande räntebetalnings- och ränteändringsdagar och övriga avstämningsdagar.

I den svenska lagen om det värdepapperslösa systemet (*aktiekontolag*, 1989:827) definieras i 9 kap. 4 § de uppgifter som skall anges i ett konto som öppnats i värdepapperscentralen för skuldförbindelser ägda av kunden. Enligt lagrummets 2 punkt skall på varje konto noteras bl.a. skuldbelopp och lånevillkor.

Förvaltarregistrering. I 28 § lagen om värdeandelssystemet stadgas om förvaltarregistrering av värdeandelar. Enligt stadgandet kan en utländsk ägare av en värdeandel i eget kapital i stället för sig själv låta anteckna en förvaltare som verkar på uppdrag av den utländska ägaren, i aktieägarförteckningen eller i någon annan ägarförteckning. Härvid kan ägaren dock inte gentemot emittenten göra gällande några andra rättigheter i anknytning till värdeandelarna än rätten att lyfta medel, omvandla eller byta ut värdean-

delar och delta i aktieemissioner eller andra värdeandelsemissioner. De värdeandelar som avses i stadgandet är aktier och övriga andelar i sammanslutningens eget kapital och teckningsrätter i anknytning till dem, options- och konverteringslån samt övriga värdepapperskombinationer och andelar i placeringsfonder när det gäller värdepapper i eget och främmande kapital.

Syftet med ett stadgande som möjliggör förvaltarregistrering har varit att skapa ett undantag från den offentlighet i fråga om ägandet som i stor utsträckning ingår i värdeandelssystemet. De ofullständiga uppgifterna om aktiebolagens ägarstruktur ansågs i mitten av 1980-talet vara ett avsevärt problem. Som ett av de grundläggande målen för värdeandelslagstiftningen sattes därför att de register som ett aktiebolag upprätthöll skulle fås att motsvara de verkliga ägarförhållandena i bolaget så noggrant som möjligt. Detta mål förverkligades genom att ett nytt 3 a kap. fogades till lagen om aktiebolag i samband med de övriga åtgärderna i anknytning till värdeandelslagstiftningen. Offentligheten i fråga om ägarförhållandena ökar genom 2 kap. 9 och 10 §§ värdepappersmarknadslagen, där det stadgas om skyldigheten att offentliggöra betydande förvärv av ägarandelar (s.k. flaggningsskyldighet).

I många andra länder krävs ingen offentlig information i realtid om aktieinnehav. Möjligheten att förvaltarregistrera utländska investerars värdeandelar har därför motiverats med att en undantagslös offentlighetsprincip kan minska utländska investerars intresse för finländska aktier.

Den som sköter förvaltarregistreringen är skyldig att på begäran meddela finansinspektionen och emittenten namnet på den verkliga ägaren till förvaltarregistrerade värdeandelar. I motiveringen till 28 § lagen om värdeandelssystemet beskrivs internationell praxis, där samma värdeandel kan ha flera överlappande förvaltarförhållanden. Därför kan det hända att en finländsk värdepappersförvaltare t.ex. på grund av utländska regler för tystnadsplikt inte kan få reda på den verkliga ägaren till värdeandelarna. Detta beaktas i 28 § genom att den verkliga ägarens identitet måste meddelas bara om den är känd. Att överlappande och sammanlänkade förvaltarförhållanden godkänns innebär också att en utländsk ägare inte nödvändigtvis förutsätts ge uppdraget direkt till en förvaltare av förvaltarregistrerade värdeandelar.

Det anonyma ägandet av masskuldebrev har inte setts som något negativt, utan masslänens konkurrenskraft har delvis ansetts bero just på att investeraren är anonym. I värdeandelsregistren förs borgenärsförteckningar över ägarna till värdeandelar i främmande kapital enligt 4 § 2 mom. lagen om värdeandelssystemet. Förteckningarna är inte offentliga, och emittenten får inga uppgifter från dem.

Eftersom stadgandet om förvaltarregistrering inte gäller värdeandelar i främmande kapital, måste den verkliga ägaren dock alltid antecknas i borgenärsförteckningen. Till denna del är det inte motiverat att behandla värdeandelar i eget och främmande kapital olika.

Stadgandet om förvaltarregistrering gäller bara noteringarna i ägarförteckningarna. Stadgandet i sig berättigar inte till att avvika från kravet i 2 § lagen om värdeandelskonton, enligt vilket värdeandelarna skall noteras på ägarens värdeandelskonto. Som det redan har påpekats går det inte alltid inom det internationella investerandet i värdepapper att få reda på vem den verkliga ägaren till värdeandelarna är. Av den orsaken kan värdeandelarna inte heller alltid registreras på separata värdeandelskonton för varje ägare. Att reda ut överlappande förvaltningsförhållanden för att värdeandelarna skall kunna noteras på varje investerars personliga värdeandelskonto skulle medföra problem och tilläggskostnader också för utländska investerars förmögenhetsförvaltning. Det skulle finnas en risk för att de utländska investerarnas intresse för finländska aktier och även för masskuldebrevslån emitterade som värdeandelar skulle avta.

I praktiken har man gått så till väga att en betydande del av de värdeandelar som ägs av utlänningar har noterats på värdeandelskonton uppgjorda i dens namn som handhar förvaltarregistreringen. Det finns ingen orsak att ändra denna praxis. För att den juridiska situationen skall bli klarare vore det däremot nödvändigt med stadganden om förvaltningskonton och kontohavare. Finansinspektionen har därför föreslagit att det genom en förordning som bygger på 1 § 2 mom. lagen om värdeandelskonton skall stadgas om notering av förvaltarregistrerade värdeandelar.

Även vissa enskilda frågor har gett upphov till tolkningsproblem. Det har t.ex. ansetts vara oklart om en förvaltare kan pantsätta de värdeandelar han förvaltar utan en separat

fullmakt av ägaren. Behövliga stadganden om kontohavarens ställning bör utfärdas genom lag.

Kap. 8 i den svenska aktiekontolagen gäller förvaltarregistrering av aktiekonton. Stadgandena om registrering kan i huvudsak även tillämpas på masskuldebrev. Lagen gör det möjligt att förvaltarregistrera värdepapper med olika ägare på ett enda värdepapperskonto i en särskild, auktoriserad förvaltarens namn. Som auktoriserade förvaltare verkar t.ex. svenska banker. Verksamheten kräver ett separat tillstånd. Äganderätt och andra rättigheter kopplade till de förvaltarregistrerade värdepapperen framgår endast av den auktoriserade förvaltarens bokföring, och överlåtelser och pantsättning av värdepapper meddelas den auktoriserade förvaltarens direkt. Värdepapperscentralen VPC har enligt aktiekontolagen rätt till uppgifter från den auktoriserade förvaltarens om vem som äger förvaltarregistrerade aktier och masskuldebrev.

Andra skäl till ändringen

Det finns många skäl som talar för en överföring av masskuldebrevsmarknaden till värdeandelssystemen. Genom värdeandelssystemet strävar man efter att sänka kostnaderna för hanteringen av värdepapper samt att minska riskerna för fel och de praktiska svårigheterna till följd av hanteringen. Clearingen inom handeln med masskuldebrev förutsätter t.ex. för närvarande dagliga transporter av fysiska handlingar, med de säkerhetsrisker detta innebär. Inom värdeandelssystemet kan clearing av värdepappersköp ordnas på ett tillförlitligt och effektivt sätt. Dessa allmänna grunder för övergången till värdeandelssystemet lämpar sig väl också för masskuldebrevsmarknaden.

Statens upplåning och skötseln av skulden medför ett ökat behov att utveckla värdeandelssystemet och den lagstiftning som gäller det. Värdeandelssystemet förbättrar möjligheterna att vidta åtgärder som syftar till förbättrande av masskuldebrevsmarknadens struktur och åtgärder som främjar en likvidare marknad. Då hanteringen underlättas möjliggörs också en likvidare sekundärmarknad för masslån, och härvid blir marknaden attraktivare för utländska investerare. Införandet av systemet kommer med tiden att innebära en stor inbesparing av kostnader för emission och skötsel av lån. Statens möj-

ligheter att uppta lån i mark förbättras och kostnaderna för upplåningen minskar, om benchmarklånen kan överföras till värdeandelssystemet.

Det nuvarande läget i Finland kan jämföras med den situation som rådde i Danmark under senaste årtionde. Danska staten skuldsatte sig påfallande snabbt under de första åren av 1980-talet. Samtidigt ökade också det sammanlagda antalet emitterade masskuldebrevslån på den danska värdepappersmarknaden. Det värdepapperslösa systemet i Danmark, som upprätthålls av sammanslutningen Værdipapircentral, togs i bruk 1983. Först överfördes masskuldebrevslånen till systemet. Övergången till ett värdepapperslöst system underlättade märkbart skötseln av det ökade antalet emissioner av masskuldebrev.

Det faktum att masskuldebrevsmarknaden i Finland är så outvecklad har lett till att valuta hämtas in på den inhemska marknaden i samband med statens upplåning, trots att tillräckligt med valuta också annars strömmar in i landet på grund av det nuvarande överskottet i bytesbalansen. När Finlands Bank köper denna valuta ökar likviditeten inom banksystemet och centralbanken tvingas minska denna genom att sälja bankcertifikat till bankerna. Detta åsamkar å sin sida centralbanken extra kostnader.

Lån som emitterats inom värdeandelssystemet är lättare att marknadsföra till hushållen, då lånens storlek kan bestämmas på ett smidigt sätt. Inom värdeandelssystemet kan staten t.ex. frångå uppdelningen av lån i avkastningsobligationer och serieobligationer.

Förutom ett direkt låntagningsintresse från finska statens sida talar skäl som hänför sig till ett allmänt intresse för att verksamhetsbetingelserna på värdepappersmarknaden måste utvecklas. Värdepappersmarknaden erbjuder alternativa kanaler för anskaffning av finansiering som är oberoende av bankerna. Bankerna har traditionellt direkt eller indirekt skött finansieringen av en stor del av det privata näringslivet i Finland. Värdepapperens andel vid förmedlandet av finansiering ökade först på 1980-talet. Ökningen berodde dock huvudsakligen på att värdepapperens andel i bankernas balansräkningar ökade. Bankernas kreditgivningspolitik har länge reglerat företagets möjligheter att använda kreditfinansiering, eftersom de finska företagen sällan har haft tillgång till alternativa finansieringskanaler, i synnerhet när det

gällt anskaffning av finansiering i form av eget kapital. Av dessa orsaker kan den mycket bankcentrerade finansieringen medföra allvarliga samhällsekonomiska problem när bankerna själva råkar i ekonomiska svårigheter.

Liksom inom finansieringssystemets övriga sektorer har bankerna en central ställning också inom värdeandelssystemet. Bankerna är de mest betydande registeransvariga när det gäller datatekniska miljöer för värdeandelar i både eget och främmande kapital. Till bankernas traditionella uppgifter hör att sköta betalningsrörelsen. Också när det gäller handeln med värdepapper sköts betalningsrörelsen via bankernas betalningssystem.

Genom att alternativa finansieringskanaler utvecklas kan bankernas avgörande betydelse vid företagets finansiering minskas. Ett mångsidigare finansieringssystem minskar också risken för att en enskild banks svårigheter försätter hela finansieringssystemet i kris. En effektiv konkurrens på finansmarknaden ökar stabiliteten hos systemet, när den skada en felbedömning av en part kan orsaka hela systemet minskar. En lagstiftning som underlättar överföringen av masskuldebrev till värdeandelssystemet stöder således indirekt också skötseln av centralbankens uppgifter och uppgifterna för övriga myndigheter som upprätthåller stabiliteten i finansieringssystemet. Värdepappersmarknaden måste av denna orsak utvecklas medvetet.

Finansministeriet tillsatte den 22 januari 1993 en arbetsgrupp för uppföljning och utveckling av värdepappersmarknaden. Arbetsgruppen fick i uppgift att samordna myndigheternas synpunkter på och åtgärder för utvecklande av värdepappersmarknaden. Arbetsgruppen skall särskilt bedöma verksamheten och tillsynen i fråga om värdeandelssystemet och skuldebrevsmarknaden. Likaså skall arbetsgruppen ta initiativ till och föreslå lagstiftningssmässiga, administrativa och andra åtgärder som utvecklandet av värdepappersmarknaden förutsätter. Arbetsgruppen har offentliggjort ställningstaganden angående masskuldebrevsmarknaden i vilka definieras myndigheternas villkor för överföring av masskuldebrev till värdeandelssystemet. I dessa ställningstaganden sägs bl.a. att en enhetlig likvid masskuldebrevsmarknad och en fungerande primär- och sekundärmarknad bör tryggas vid överföringen.

Dessutom bör värdepappersförmedlarnas möjligheter att agera på marknaden tryggas. Arbetsgruppens uppdrag skall vara slutfört vid utgången av 1995.

Av kravet på en enhetlig likvid marknad följer att frågan om förhållandet mellan grossist- och detaljistmarknaden för skuldebrev måste lösas innan masskuldebrevsmarknaden i sin helhet kan överföras till värdeandelsmiljön. På grund av statens behov av upplåning kan dock temporärt godkännas att endast masskuldebrev som emitterats på grossistmarknaden överförs till värdeandelssystemet. Detta konstaterades i den regeringsproposition som gällde ändring av 10 § lagen om värdeandelssystemet (RP 18/1994 rd). Lagen (278/94) enligt denna proposition trädde i kraft den 1 maj 1994. Genom ändringen slopades skyldigheten för emittenter av värdeandelar i främmande kapital att ordna s.k. gratisförvar av värdeandelar. Syftet med propositionen var att främja överföringen av masskuldebrev till värdeandelssystemet. Särskilt vid Helsingfors Penningmarknadscentral Ab har beretts en överföring av masskuldebrev till bolagets datatekniska miljö. Clearingen när det gäller överlåtelser av masskuldebrev i form av värdeandelar skall ske inom ramen för bolagets clearingförfarande. Till systemet ansluts till en början endast masskuldebrev som är avsedda för grossistmarknaden.

Ändringen av 10 § lagen om värdeandelssystemet bereddes vid finansministeriet som tjänsteuppdrag. Beredningen av detta enskilda stadgande påskyndades, eftersom de instanser som berett hanteringen av masskuldebrev i form av värdeandelar signalerade att inledandet av verksamheten förutsätter avvikelser från skyldigheten att ordna gratisförvar.

Efter att lagändringen trätt i kraft framgick det dock att masskuldebrev i praktiken inte kan överföras till värdeandelssystemet. Under 1994 uppdagades också andra problem i anslutning till lagstiftningen, vilka ytterst beror på att man vid beredningen av lagen om värdeandelssystemet och lagen om värdeandelskonton inte har ansett det nödvändigt att i tillräckligt hög grad beakta de krav som marknaden för värdepapper i främmande kapital ställer. Tills vidare förhindras emission av masskuldebrev i Helsingfors Penningmarknadscentral Ab:s datatekniska miljö i praktiken närmast av att i värdeandelslagstiftningen inte har reserverats någon

möjlighet till förvaltarregistrering av masskuldebrev som ägs av utländska investerare. Dessutom inledde de instanser som emitterar skuldebrev beredningen av överföringen så sent att svårigheterna har visat sig först i takt med att beredningen har framskridit.

3. Propositionens mål och de viktigaste förslagen

Propositionens mål

Vissa detaljer i värdeandelstagstiftningen måste ändras för att överföringen av masskuldebrev till värdeandelssystemet skall kunna påskyndas. Syftet med de föreslagna stadgandena är att rätta till de brister som uppdagats i den del av värdeandelstagstiftningen som gäller masskuldebrev. Genom förslaget försöker man också svara mot de förändringar som skett på masskuldebrevsmarknaden efter att lagstiftningen trätt i kraft. Avsikten är att skapa tillräckligt tydliga och exakta regler för hanteringen av masskuldebrev inom värdeandelssystemet. Dessutom försöker man genom förslaget främja utländska investerares möjligheter att delta i masslånsmarknaden i finska mark.

Samtidigt försöker man avhjälpa de missförhållanden som framkommit vid notering på värdeandelskonto av sådana värdeandelar i eget kapital som förvaltas av en utländsk förvaltare. Dessa omständigheter är av betydelse också vid överföringen av masskuldebrevslån till värdeandelssystemet.

Förslagets allmänna mål är att underlätta verksamheten på värdepappersmarknaden och statens upplåning i mark. På detta sätt vill man förbättra möjligheterna att ordna av bankerna oberoende finansiering och minska bankcentreringen inom finansieringssystemet. Ett delmål för myndigheterna vid utvecklandet av värdepappersmarknaden är att lindra verkningarna av eventuella framtida kriser i finansieringssystemet.

De viktigaste förslagen

Det föreslås att överföringen av masskuldebrevsmarknaden till värdeandelssystemet underlättas genom att förbundet mot att till värdeandelssystemet överföra sådana värdeandelar för vilka har utfärdats skuldebrev eller annat liknande fordringsbevis i lagen om värdeandelssystemet upphävs. För att ett sådant lån skall kunna överföras till vär-

deandelssystemet på ett så tillförlitligt och säkert sätt som möjligt, skulle i lagen stadgas om grunderna för förfarandet vid överföringen. Värdeandelsföreningen skall på ansökan av emittenten besluta om överföringen. Föreningen skall också övervaka och leda överföringen. För investeraren är överföringen frivillig.

Dessutom tas i lagen in mera detaljerade stadganden om vilka basuppgifter om masskuldebrevslån som skall noteras i värdeandelssystemet. På emissionskontot för lånet skall enligt lagen antecknas de viktigaste lånevillkoren, såsom bestämmelser om ränta och förfallodagar.

Det föreslås att utländska investerares möjligheter att förvärva masskuldebrev som överförs till värdeandelssystemet underlättas så, att den reglering som gäller förvaltarregistreringen utsträcks till att omfatta förutom värdeandelar i eget kapital också värdeandelar i främmande kapital.

Det föreslås att till lagen om värdeandelskonton fogas en paragraf som tillåter att värdeandelar som tillhör en utländsk ägare noteras på ett särskilt förvaltningskonto. På samma konto får noteras värdeandelar för en eller flera ägare. Endast särskilt definierade sammanslutningar kan vara kontoinnehavare. På ett förvaltningskonto får noteras värdeandelar i såväl eget som främmande kapital. För att de internationella förbindelserna i fråga om värdeandelssystemet skall kunna ordnas på ett ändamålsenligt sätt, föreslås vidare att också finskägda värdeandelar i främmande kapital får noteras på förvaltningskonton som förvaltas av utländska värdepapperscentraler.

4. Propositionens verkningar

Syftet med propositionen är att minska kostnaderna för statens upplåning genom att öppna en möjlighet att underlätta hanteringen av masskuldebrev inom värdeandelssystemet och härigenom att förbättra verksamheten på masskuldebrevsmarknaden och att öka antalet parter på marknaden. Värdeandelssystemet minskar särskilt de kostnader som hänför sig till emission, räntebetalning och kapitalåterbäring. När verksamheten på marknaden förbättras väntas å sin sida räntenivån sjunka också i fråga om statens lån. Den föreslagna lagstiftningen främjar målsättningen att flytta tyngdpunkten i fråga om statens upplåning till masskuldebrev i finska

mark. Härigenom minskar också den risk som valutakursförändringar innebär inom statsekonomin och kostnaderna för skydd mot denna risk.

För bankerna är det inte nödvändigtvis enbart förmånligt att överföra masskuldebrev som emitterats av staten till värdeandelssystemet. Bankerna fungerar som primary dealers på grossistmarknaden för benchmarklån och har ensamrätt att delta i anbudstävlingar för serieobligationer. Hanteringen av masskuldebrev som emitterats i form av fysiska handlingar har koncentrerats till bankerna, varför de övriga parterna på marknaden använder sig av bankernas förvaringstjänster. Hanteringen av masskuldebrev i form av fysiska handlingar ger bankerna ett förhållandevis jämnt och säkert inkomstflöde i form av förvaltningsarvodet.

Värdeandelssystemet möjliggör i princip att marknaden ordnas på ett öppnare sätt än i dag. När riksdagen i februari 1993 antog en ändring av lagen om statens säkerhetsfond gjorde den samtidigt ett uttalande enligt vilket den förutsatte att finska staten garanterar att bankerna i Finland i alla lägen kan fullgöra sina förpliktelser i rätt tid. När staten på detta sätt har tryggt banksystemets funktionsduglighet, uppstår det i fråga om förbindelser som staten och bankerna emitterat ingen naturlig och för staten förmånlig ränteskillnad som skulle bero på skillnader i investeringsriskerna. Dessutom är bankernas ställning vid utvecklandet av detaljistmarknaden för masskuldebrev motstridig, eftersom bankerna huvudsakligen sköter distributionen av statens avkastningsobligationer. Statens masskuldebrevslån konkurrerar med bankernas tidsbundna depositioner, vilkas värde i de finländska bankerna i november 1994 uppgick till inemot 108 mrd. mk.

5. Beredningen av propositionen

Behoven av att utveckla masskuldebrevsmarknaden har under de senaste åren behandlats i flera av finansministeriet tillsatta arbetsgrupper. En arbetsgrupp som undersökte masskuldebrevslagen föreslog att lagen skulle upphävas och att regleringen på lagnivå av marknaden skulle lättas upp. En arbetsgrupp för masskuldebrevsmarknaden (finansministeriets arbetsgruppspromemoria 1991:29) lade för sin del fram flera allmänna förslag och rekommendationer för för-

bättring av marknadsstruktur och lagstiftningen. En arbetsgrupp för uppföljning och utvecklande av värdepappersmarknaden har vidare försökt främja den strukturella utvecklingen av marknaden genom att påskynda inrättandet av en nationell värdepapperscentral och en överföring av masskuldebrev till värdeandelssystemet. Genom de ändringar som föreslås här kan de mål som de nämnda arbetsgrupperna har ställt upp nås i praktiken.

Finlands Bank har under 1993 och 1994 i flera repriser kontaktat finansministeriet och justitieministeriet i syfte att främja verksamheten på marknaden för benchmarklån. Centralbanken har påskyndat en överföring av benchmarklånen till Helsingfors Penningmarknadscentral Ab:s system, som enligt uppgift från bolaget i princip tekniskt sett är redo för överföringen. Dessutom har Finlands Bank betonat vikten av att marknaden för låne- och återköpsavtal som gäller benchmarklån utvecklas. Det har likaså ansetts viktigt att de beskattningsfrågor som hänför sig till dessa åtgärder kan lösas. På initiativ av Finlands Bank utsågs dessutom hösten 1994 en arbetsgrupp bestående av företrädare för centralbanken, statskontoret och finansministeriet. Arbetsgruppen fick i uppgift att bedöma statens kassaförvaltning och finansiella frågor samt lägga fram förslag till åtgärder i anslutning till marknaden för statens skuldförbindelser och benchmarklån (finansministeriets arbetsgruppspromemoria 1994:27). Dessutom tillsatte finansministeriets skatteavdelning i april 1995 en arbetsgrupp för att utreda problemen i fråga om stämpelskatten i anslutning till låne- och återköpsavtal för masskuldebrev som staten emitterar. Arbetsgruppen skulle ha sitt arbete klart den 30 maj 1995.

Finansinspektionen har i ett brev till finansministeriet föreslagit att ministeriet skall vidta nödvändiga åtgärder för ändring av lagen om värdeandelssystemet. Lagen bör möjliggöra att en sammanslutning som tillhandahåller förvaltningstjänster antecknas i den borgenärsförteckning som förs över värdeandelar i främmande kapital. Dessutom har finansinspektionen för justitieministeriet föreslagit att en sådan förordning om förvaltarregistrerade värdeandelar som avses i 1 § 2 mom. lagen om värdeandelskonton utfärdas.

Inom värdeandelsföreningen har man å sin sida utarbetat en promemoria om problemen

i anslutning till förvaltarregistreringen av värdeandelar i främmande kapital. Promemorian innehåller bl.a. en beskrivning av de förfaringssätt som iaktas i Danmark, Sverige, Storbritannien, Tyskland och Förenta Staterna samt om finsk praxis vid förvaltarregistrering av aktier. Föreningen har dessutom utrett en omvandling av masskuldebrev till värdeandelar på frivillig basis.

Dessutom har de ovan nämnda myndigheterna sinsemellan i detalj diskuterat de behov av ändringar som finns vad gäller lagen om värdeandelssystemet och lagen om värdeandelskonton.

Propositionen har beretts vid finansministeriet som tjänsteuppdrag på basis av de initiativ för vilka redogörs ovan. I samband med beredningen har det under våren 1995 ordnats sex diskussionsmöten för företrädare för primary dealer för benchmarklån, registeransvariga, marknadsplatser och företrädare för marknadsparternas intresseorganisationer samt myndigheterna. Den 5 a § som föreslås bli fogad till lagen om värdeandelskonton och som gäller förvaltningskonton har beretts vid justitieministeriet som tjänsteuppdrag. I samband med beredningen av detta lagrum har vid värdeandelsföreningen ordnats två diskussionsmöten för de registeransvariga. Myndigheterna och de registeransvariga har dessutom haft möjlighet att framföra sina synpunkter på lagrummet vid två diskussionsmöten som i maj 1995 ordnades av finansministeriet.

Ansvar för beredningen av värdeandelslagstiftningen fördelades mellan justitieministeriet och finansministeriet kort efter att värdeandelslagstiftningen trädde i kraft. På finansministeriet ankommer beredningen av lagen om värdeandelssystemet medan justitieministeriet ansvarar för lagen om värdeandelskonton. Lagarna hör dock så nära samman med varandra att ändringar av dem i praktiken måste beredas i intimt myndighetssamarbete.

6. Andra omständigheter som inverkat på propositionens innehåll

Utvecklingen av värdepappersmarknadens struktur och masskuldebrevsmarknaden kan främjas genom att en nationell värdepapperscentral inrättas för att handha noterings- och clearingsystemen. Detta mål för statsmakten har konstaterats i statsrådets meddelande om

bankstödet, som gavs till riksdagen i december 1993, i en utredning om den ekonomisk-politiska linjen som finansministeriet offentliggjorde i februari 1994 samt i den nämnda regeringspropositionen (RP 18/1994 rd).

Projektet för inrättande av en nationell värdepapperscentral tangerar också masskuldebrevsmarknaden. En av fördelarna med en värdepapperscentral är att förhållandet mellan grossist- och detaljistmarknaden slutligen kan avgöras vid centralen, vilket är nödvändigt med tanke på marknadens utveckling.

Också arbetsgruppen för uppföljning och utvecklande av värdepappersmarknaden har i flera ställningstaganden påskyndat inrättandet av centralen. Centralen bör enligt arbetsgruppen svara för clearing, penningrörelsen i samband med den samt för de slutliga noteringarna i värdeandelsregistret som hänförs till clearing. Enligt arbetsgruppen vore det mest önskvärt att de marknadsparter som utövar makt i de sammanslutningar som i dag upprätthåller clearing- och noterings-systemen bereder ett genomförbart förslag gällande inrättande av centralen. Arbetsgruppen har konstaterat att en till de grundläggande strukturerna enhetlig och likvid masskuldebrevsmarknad måste tryggas när centralen inrättas.

En arbetsgrupp som består av företrädare för emittenter och värdepappersförmedlare samt för centralbanken har sedan hösten 1993 försökt bereda ett förslag som syftar till att inrätta en nationell värdepapperscentral och som kunde godtas allmänt av parterna på marknaden. Samtidigt har arbetsgruppen försökt få dessa parter att förbinda sig till inrättandet av värdepapperscentralen. Arbetsgruppen har låtit göra utredningar om eventuella verksamhetsmodeller för centralen, men på marknaden har man förhållit sig reserverat till dessa utredningar.

Arbetsgruppen för uppföljning och utvecklande av värdepappersmarknaden konstaterade i oktober 1994 att parterna på marknaden inte kunnat bereda ett gemensamt förslag angående inrättande av en nationell värdepapperscentral. Därför föreslog arbetsgruppen att finansministeriet skyndsamt börjar bereda nödvändiga åtgärder för inrättande av centralen. Finansministeriet kallade i november 1994 en utredningsman för att bereda ett förslag angående inrättande av en nationell värdepapperscentral.

Utredningsmannen överlämnade i februari 1995 sitt förslag angående inrättande av en

nationell värdepapperscentral till finansministeriet (finansministeriets arbetsgruppspromemoria 1995:4). Enligt förslaget kunde värdepapperscentralen inrättas genom sammanslagning av Helsingfors Penningmarknadscentral Ab:s och Finlands Aktiecentralregister Andelslags system, Helsingfors Fondbörs Andelslags clearingsystem KATI samt värdeandelsföreningens funktioner. Om någon av de ovan nämnda funktionerna som skall sammanslås inte står till förfogande, kunde värdepapperscentralen till en början inleda verksamheten endast på grossist- eller detaljistmarknaden. I förslaget behandlas också den möjligheten att värdepapperscentralen helt och hållet ägs av staten.

Till utvecklandet av masskuldebrevsmarknaden hänför sig också andra lagstiftningsprojekt, som närmast gäller ändring av värdepappersmarknadslagen. Vid finansministeriet har under 1994 beretts en proposition som gäller clearingen inom värdepappershandeln. Propositionen torde avlåtas till riksdagen hösten 1995. I propositionen försöker man bl.a. beakta kraven på marknaden för låne- och återköpsavtal för värdepapper.

Europeiska gemenskapen har utfärdat rådets direktiv om investeringstjänster inom värdepappersområdet (93/22/EEG), som gäller värdepappersföretags och kreditinstituts verksamhet på värdepappersmarknaden samt de minimikrav som ställs på dem i fråga om ekonomin. Den arbetsgrupp som berett direktivets ikraftträdande överlämnade i oktober 1994 sin promemoria till finansministeriet (finansministeriets arbetsgruppspromemoria 1994:28). Förslagen i promemorian bereds vid finansministeriet som tjänsteuppdrag. Den nya lagstiftningen torde bl.a. innebära förändringar i definitionen av bedrivande av offentlig handel med värdepapper i 1 kap. 3 § värdepappersmarknadslagen. Enligt förslagen kan masskuldebrevsmarknaden, om så önskas, ordnas som en sådan reglerad marknad som avses i direktivet och i vilken också utländska parter kan delta. Detta gör det å sin sida möjligt att förbättra verksamheten på masskuldebrevsmarknaden.

I samband med beredningen av propositionen har det påpekats att tillämpningsproblemet när det gäller masskuldebrev hänför sig till 29 § lagen om värdeandelskonton, som gäller betalningsskyddet för emittenter av värdepapper i form av värdeandelar. Enligt motiveringen till paragrafen expedierar emittenten med stöd av uppgifterna i borgenärs-

förteckningen prestationer av amorteringar och räntor till värdeandelsregistren för att vidarebefordras till de slutgiltiga mottagarna. Eftersom detta förfarande emellertid inte framgår direkt av stadgandet om betalningsskydd, har stadgandet i praktiken tolkats så att emittenten ansvarar för betalningarna ända fram till de enskilda borgenärerna. Förfarandet enligt de regler som gäller för clearing vid Helsingfors Penningmarknadscentral Ab motsvarar den ovan nämnda motiveringstexten. Ränte- och amorteringsbetalningar som hänför sig till ett masskuldebrev sammanslås dock vid penningmarknadscentralens nettoclearingförfarande med betalningar som föranleds av handeln. Enligt den proposition om clearingen inom värdepappershandeln som för närvarande bereds vid finansministeriet kan förpliktelser vid nettoclearing sammanslås så att de är bindande för alla parter endast i sådana fall när förpliktelserna hänför sig till värdepappersköp och annan överlåtelse. För att säkerställa att risken sprids på ett rättvist sätt kan prestationer av amorteringar eller räntor i förfarandet enligt lagen inte sammanslås med förpliktelser som följer av handel. Förfarandet enligt propositionen är dock valbart för clearingsammanslutningen.

Vid nettoclearing enligt Helsingfors Penningmarknadscentral Ab:s regler kan emittenten bli tvungen att bära andelsregisterförarens risk, när de nettade avgifterna betalas via andelsregisterföraren. Andelsregistret är en del av värdeandelsregistret och förs inom penningmarknadscentralens datasystem. Andelsregistret kan föras av den registeransvarige själv eller av en annan sammanslutning som godkänts att föra andelsregister. Om det ovan beskrivna nettningsförfarandet ändras i penningmarknadscentralens regler om clearing när lagstiftningen om clearingverksamhet inom värdepappershandel har trätt i kraft kräver överföringen av sådana av staten emitterade masskuldebrev som hanteras på grossistmarknaden till värdeandelssystemet i praktiken i detta skede ingen ändring av stadgandena om betalningsskydd. Statskontoret, som ordnar emissionen av serieobligationer, är delägare i Helsingfors Penningmarknadscentral Ab, varför statskontoret kan övervaka att synpunkter som hänför sig till emittentens betalningsskydd beaktas i bolagets clearingsystem. Helsingfors Penningmarknadscentral Ab:s regler om clearing har enligt den gällande lagen inte behövt fast-

ställas av myndighet. Om stadgandena om betalningsskydd måste ändras, måste också verkningarna av en ny rättspraxis (HD 1992:3 och 1994:80) på stadgandena bedömas.

Under den senaste tiden har det i sådana internationella samarbetsorgan för myndigheter som arbetar för att bekämpa tvättning av pengar fästs uppmärksamhet vid hur den nationella lagstiftningen och ordnandet av tillsynen i de olika länderna på värdepappersmarknaden tillåter oregistrerat ägande eller ägande som inte kan spåras. Samar-

betsorganen har utrett möjligheterna att utsträcka bekämpningen av tvättning av pengar också till områden utanför den traditionella bankverksamheten. Förvaltarregistreringen gör det möjligt för investerare att förbli anonyma. I den ovan beskrivna beredningen, som hänför sig till genomförandet på nationell nivå av direktivet om investeringstjänster, bör följdaktligen övervägas huruvida sådana principer om identifikation av kunder som ingår t.ex. i kreditinstitutslagen skulle kunna tillämpas också på värdepappersföretag och sammanslutningar inom värdeandelssystemet.

DETALJMOTIVERING

1. Motivering till lagförslagen

1.1 Lag om ändring av lagen om värdeandelssystemet

26 §. Med tanke på utvecklandet av masslånsmarknaden vore det ändamålsenligt att lån som emitterats i form av fysiska handlingar kunde omvandlas till värdeandelar under pågående lånetid. I synnerhet överföringen av benchmarklån till systemet är en brådskande uppgift. Det är därför skäl att ändra 26 § lagen om värdeandelssystemet så, att masskuldebrev i form av värdepapper kan överföras till värdeandelssystemet på ett effektivt, säkert och tillförlitligt sätt. Å andra sidan skall omvandlingen grunda sig på frivillighet från skuldebrevsägarnas sida, om inte emittenten i lånevillkoren har förbehållit sig rätten att överföra lånet till värdeandelssystemet under pågående lånetid. Detta skulle begränsa överföringen till sådana låneandelar i fråga om vilka innehavarna går med på överföringen. I praktiken kunde lån på grossistmarknaden lättast överföras till värdeandelssystemet.

Enligt 26 § lagen om värdeandelssystemet är det förbjudet att till värdeandelssystemet överföra masskuldebrev som emitterats i form av fysiska handlingar. För att underlätta hanteringen av masslån föreslås det att detta förbud skall slopas. Stadgandet skall inte längre hindra att lån överförs till värdeandelssystemet under pågående lånetid. Samtidigt föreslås att ordalydelsen i stadgandet förtydligas så att en värdeandel och ett värdepapper som emitterats i form av en fysisk handling i tillräckligt hög grad skiljer sig från varandra.

26 a §. Dessutom föreslås att till lagen fogas en ny 26 a §, som gäller förfarandet vid överföring av masskuldebrev till värdeandelssystemet. Detta stadgande motsvarar i många avseenden 3 a kap. 2 § lagen om aktiebolag. En noggrannare definition av förfarandet ingår i värdeandelsföreningens beslut, som föreningen meddelar på ansökan av den registeransvarige som företräder emittenten. Förfarandet enligt paragrafen skall iakttas också när emittenten i lånevillkoren har förbehållit sig rätt att överföra lånet till värdeandelssystemet. Syftet med stadgandet är inte att inverka på emittentens rätt enligt villkoren i skuldebrevet att kräva

att skuldebrevsägarna övergår till att använda värdeandelssystemet.

Enligt det föreslagna 1 mom. skall i värdeandelsföreningens beslut bestämmas den tidpunkt från och med vilken värdepapper kan överföras till värdeandelsregistrens data-system. Dessutom får värdeandelsföreningen rätt att bestämma om överföringen i detalj och på ett sätt som är bindande för emittenterna och värdeandelsregistren. Genom föreskrifter kan som komplement till lagen bestämmas om vilka uppgifter om ett masslån som överförs som skall noteras i värdeandelsregistren. Dessutom kan föreningen bestämma om hur överföringen i praktiken skall genomföras i registren. En dylik smidig reglering garanterar att förfarandet mellan emittenten och värdeandelsregistret fungerar vid överföringen.

Värdeandelsföreningen skall enligt 15 § 1 mom. 4 punkten i den gällande lagen om värdeandelssystemet bl.a. fastställa de förfaringssätt som skall iakttas i fråga om data- och registersäkerheten. Värdeandelsföreningen har med stöd av stadgandet meddelat föreskrifter om överföringen av aktiebrev. Dessutom styrs verksamheten i den datatekniska miljön för värdeandelar i eget kapital av Finlands Aktiecentralregister Andelslag, vars stadgar enligt lagen skall fastställas av finansministeriet.

Den föreslagna nya fullmakten att meddela föreskrifter behövs på grund av att förfarandet för överföring av masskuldebrev i den datatekniska miljön för värdeandelar i främmande kapital kan vara förknippat med många sådana tekniska detaljer som måste lösas på ett säkert och tillförlitligt sätt. Behovet av förtydligande anvisningar ökas av att ingen tidsfrist för överföringen av masskuldebrev sätts ut i lagen.

I 2 mom. stadgas om rätten för en ägare av ett skuldebrev att överföra skuldebrevet till värdeandelssystemet. Ägaren av skuldebrevet kan anlita en företrädare vid överföringen. Dessutom bestäms i momentet under vilka förutsättningar värdeandelsregistret kan notera skuldebrevet på ett värdeandelskonto. För tydlighetens skull konstateras i momentet att vid noteringen skall iakttas vad som stadgas i lagen om värdeandelskonton.

Värdeandelar i främmande kapital kan enligt lagen emitteras i vilket värdeandelsregister som helst. Å andra sidan har endast det

lagstadgade värdeandelsregister som förs av det andelslag som sköter aktiecentralregistret ansetts ha avtalsplikt gentemot ägare av värdeandelar i eget kapital. När emittenten får rätt att besluta om överföring av ett masskuldebrevslån i form av en handling till värdeandelsystemet skall det samtidigt säkerställas att alla skuldebrevsägare har möjlighet att omvandla skuldebrevet till värdeandelar. På grund av att värdeandelsystemet är splittrat kan ägaren av ett skuldebrev dock inte yrka på att få sin rätt noterad i vilket värdeandelsregister som helst, eftersom det på lagnivå inte förutsätts att det finns systemförbindelser mellan de värdeandelsregister som förvarar värdeandelar i främmande kapital. T.ex. kan värdeandelar som emitterats i Helsingfors Penningmarknadscentral Ab:s system tills vidare inte överföras från bolagets datatekniska miljö och dess register.

Eftersom det är emittenten som tar initiativ till överföring av ett masskuldebrev till värdeandelsystemet och som främst har nytta av denna åtgärd, förutsätts i lagen att emittenten skall se till att alla skuldebrevsägare har möjlighet att överföra skuldebrevet till värdeandelsystemet. Genom ett avtal eller något annat motsvarande arrangemang mellan emittenten och den registeransvarige skall det således skapas ett slags avtalsplikt med avseende på investerarna. Genom uttrycket "annat motsvarande arrangemang" hänvisas närmast till att avtal inte nödvändigtvis behövs om emittenten sköter överföringen i sitt eget värdeandelsregister. Emittenten kan, om han så önskar, erbjuda sådana investerare förmåner som övergår till att använda värdeandelsystemet. Möjligheten att på basis av avtal överföra skuldebrev till systemet kan också vara temporär. Efter den utsatta tiden kan skuldebrevsägarna inte åberopa avtalsplikten. Ovan har redogjorts för den varierande nivån på de datatekniska miljöerna inom värdeandelsystemet och värdeandelsystemets splittrade karaktär. Av dessa orsaker och på grund av den möjlighet till överföring som emittenten ordnar föreslås att emittenten skall anvisa ett eller flera värdeandelsregister som skall ansvara för överföringen. Av samma orsaker kan investerare inte heller ges full frihet att välja det värdeandelsregister som skall ordna överföringen. Denna begränsning, som beror på värdeandelsystemets struktur, lindras dock av att förslaget i sig inte på något sätt tving-

ar investerare att överföra sina skuldebrev till värdeandelsystemet. Förslaget kan således inte anses begränsa investerarens avtalsfrihet, utan det föreslagna arrangemanget gör det möjligt för en ägare av ett masskuldebrev som emitterats som en fysisk handling att överföra värdepapperet till värdeandelsystemet under pågående lånetid.

För att ett skuldebrev skall kunna omvandlas till värdeandel skall det tillställas den registeransvarige som sköter noteringen. Den registeransvarige vidtar i praktiken de åtgärder som överföringen förutsätter, i enlighet med emittentens anvisningar. Efter att skuldebrevet har överförts till värdeandelsystemet kan det hanteras och överföras i enlighet med de regler som gäller systemet, t.ex. till ett sådant värdeandelsregister som investeraren annars använder och som kan hantera dylika värdeandelar.

Ägaren av skuldebrevet eller dennes företrädare skall kunna tillställa värdeandelsregistret skuldebrevet. Enligt 13 § lagen om skuldebrev anses innehavaren av ett orderkuldebrev ha rätt att göra fordringen gällande, liksom även innehavaren av ett skuldebrev som är ställt på viss person, om denne kan åberopa sammanhängande överlåtelser. Borgenärerna enligt borgenärspresumtionen skall således kunna vidareöverlåta ett löpande skuldebrev och låta skuldebrev som de har i sin besittning noteras i värdeandelsystemet. Vid noteringen skall iaktas samma förfarande som vid överföring av aktiebrev till värdeandelsystemet. När den registeransvarige har försäkrat sig om innehavarens rätt att göra fordringen gällande och noterat skuldebrevet på ett värdeandelskonto, skall den registeransvarige se till att handlingen inte längre kan bli föremål för omsättning. Därför skall enligt 2 och 3 mom. på skuldebrevet göras en anteckning om att skuldebrevet överförts till värdeandelsystemet, så att handlingen makuleras.

Enligt 6 § lagen om införande av lagen om värdeandelsystemet samt den lagstiftning som har samband med den inverterade överföringen av ett värdepapper som har formen av handling till värdeandelsystemet inte på innehållet i en panträtt eller en annan rättighet eller begränsning som hänför sig till en värdeandel. Till skillnad från innehavaren av en pant som hänför sig till en aktie kan innehavaren av en pant eller någon annan rätt som hänför sig till ett masskuldebrev inte mot skuldebrevsägarens vilja över-

föra det skuldebrev han har i sin besittning till värdeandelssystemet.

Ägare av skuldebrev är inte tvungna att överföra skuldebreven till värdeandelssystemet, om inte något annat följer av villkoren för masskuldebrevslånet. En fysisk handling behåller således sin egenskap av värdepapper till utgången av lånetiden, om borgenären så önskar. Eftersom överföringen till värdeandelssystemet grundar sig på frivillighet, är det inte heller nödvändigt att i lagen för investerare reservera en möjlighet till gratisförvar av värdeandelar. Emittenten kan dock själv på frivillig basis ordna med sådant förvar för investerarna.

De föreslagna stadgandena gäller inte heller ordnande av handel med masskuldebrev, såsom verksamhet som primary dealer på marknaden för benchmarklån. Lösningen när det gäller ordnande av verksamheten i sådana fall när en del av benchmarklånebeståndet har formen av värdeandelar och en del har formen av handlingar måste således hittas på marknaden. För de instanser som deltar i handeln, clearingen och förvaret medför hanteringen av benchmarklån som har formen av värdepapper och värdeandelar och som förfaller samma dag i praktiken svårigheter. De olika värdepapperslagen åtskiljs i Finland i enlighet med internationell praxis genom en s.k. ISIN-kod, som utfärdas av den nationella numreringscentralen, Helsingfors Fondbörs Andelslag. Användningen av koderna grundar sig på en internationell ISO-standard och stadgarna för den internationella organisationen för numrerung av värdepapper (*Association of National Numbering Agencies*). Värdeandelsföreningen har meddelat de registeransvariga en föreskrift om identifiering av värdeandelar.

Om ett och samma värdepapper är i rörelse både som fysiska handlingar och som värdeandelar, kan det vara nödvändigt att ge dessa separata ISIN-koder. Av dem kan parterna i handeln och clearingen samt förvararna direkt se om ett köp har gjorts med värdeandelar eller med värdepapper som emitterats som fysiska handlingar. Det grundläggande skuldförhållandet mellan emittenten och investeraren förändras dock inte enbart på grund av att ISIN-koden byts.

27 §. Det föreslås att till paragrafen, som gäller emissionskonton, fogas ett omnämnande om vad som åtminstone skall upptas på ett emissionskonto för värdeandelar i främmande kapital. Emissionskontot är ett

värdeandelskonto vars innehavare är emittenten. Därför antecknas identifikationsuppgifterna för emittenten i enlighet med 2 § lagen om värdeandelskonton också på emissionskontot. Med tanke på skyddet för emittenten är det viktigt att på kontot dessutom noteras de uppgifter som borde antecknas på ett skuldebrev som emitteras som fysisk handling. Sådana uppgifter är tidpunkten för när en skuld förfaller, räntevillkor, eventuella säkerheter samt i allmänhet de väsentliga villkor som tillämpas på förhållandet mellan borgenären och gäldenären. Stadgandets förteckning över de uppgifter som skall noteras är dock inte uttömmande.

I synnerhet villkoren för sådana masskuldebrevslån som företag emitterar kan vara mycket komplicerade och detaljerade. Villkoren skall i praktiken i enlighet med 2 kap. 3 § 3 och 5 mom. värdepappersmarknadslagen samt det beslut av finansministeriet (905/94) som utfärdats med stöd av dem anges i ett emissionsprospekt eller börsprospekt över värdepapper, och prospektet som skall tillställas finansinspektionen för godkännande. Det är inte nödvändigt att i lagen kräva att alla skuldebrevsvillkor skall noteras på emissionskontot. I lagen förutsätts t.ex. inte att ett aktiebolags bolagsordning antecknas i värdeandelssystemet, trots att denna fastställer förhållandet mellan emittenten och investerarna. När det gäller andra än de viktigaste villkoren för masskuldebrev är det tillräckligt att det av emissionskontot framgår var de övriga villkoren finns tillgängliga.

Momentets första mening ändras inte. Med det antal värdeandelar som noteras på emissionskontot avses antalet värdeandelar som emitteras. Emissionskontots saldo kan således förändras hela tiden, när innehavarna av skuldebrev som emitterats i form av handlingar överför skuldebrev till värdeandelssystemet. Den andra meningen i den lydelse den har i det nuvarande momentet motsvarar inte de förfaringssätt som utformats i praktiken. Det föreslås att meningen slopas i detta sammanhang, så att den inte medför onödig förvirring.

28 §. Enligt förslaget tillåts i paragrafen förutom förvaltarregistrering av värdeandelar i eget kapital också förvaltarregistrering av värdeandelar i främmande kapital. I aktieägar-, ägar-, eller borgenärsförteckningen eller i en annan förteckning över värdeandelsägare kan den som sköter förvaltarregistre-

ringen antecknas. Förvaltaren kan således enligt förslaget antecknas i stället för en utländsk ägare i alla sådana förteckningar som enligt 4 § förs över värdeandelsägare i aktiecentralregistret eller i ett värdeandelsregister.

Ägarförteckningarna förs på basis av de noteringar som gjorts på värdeandelskontona. På de förvaltningskonton som avses i den nya 5 a § lagen om värdeandelskonton, och på vilka enligt förslaget kan noteras sådana värdeandelar som ägs av utländska investerare, antecknas inga uppgifter om ägare. Därför skall värdeandelar som finns på förvaltningskonton alltid förvaltarregistreras. När det gäller värdeandelar på ett värdeandelskonto för en ägare kan en utländsk ägare välja om han vill förvaltarregistrera värdeandelarna eller bli antecknad i förteckningen under eget namn. Endast en ägare som antecknats i aktieägarförteckningen kan delta i ett aktiebolags beslutsfattande. En finländsk investerares värdeandelar kan enligt förslaget fortfarande inte förvaltarregistreras. Undantag utgör dock sådana situationer där clearing i fråga om ett köp som gäller värdeandelar i främmande kapital äger rum vid en utländsk värdepapperscentral. Också värdeandelar som tillhör en finländsk ägare kan då noteras på värdepapperscentralens förvaltningskonto.

Det föreslås att kretsen av de sammanslutningar som godkänns att sköta förvaltarregistreringen och förutsättningarna för godkännande ses över. Stadgandet motsvarar stadgandet om de sammanslutningar som kan vara innehavare av förvaltningskonto i 3 mom. i den nya 5 a § lagen om värdeandelskonton. Samma instans kan således både vara kontoinnehavare och sköta förvaltarregistreringen. Vid behov kan i stället för kontoinnehavaren också någon annan sammanlutning, t.ex. en finsk värdepappersförmedlare, antecknas som den som sköter förvaltarregistreringen.

Enligt förslaget kan innehavaren av ett förvaltningskonto sköta förvaltarregistreringen att ha blivit särskilt godkänd för denna uppgift. Likaså kan den som för ett värdeandelsregister eller en värdepappersförmedlare som avses i 1 kap. 4 § 3 mom. värdepappersmarknadslagen utan särskilt godkännande sköta förvaltarregistreringen. Värdeandelsföreningen kan också godkänna en utländsk värdepapperscentral att sköta förvaltarregistreringen. Med utländsk värdepapperscentral avses i stadgandet både s.k. na-

tionella värdepapperscentraler, såsom VPC i Sverige och VPS i Norge, och privata internationellt verksamma inrättningar, såsom Euroclear och Cedel. Dessutom kan värdeandelsföreningen också godkänna någon annan utländsk sammanslutning att sköta förvaltarregistreringen, om den står under tillräcklig offentlig tillsyn och om dess ekonomiska verksamhetsbetingelser och förvaltning uppfyller de krav som ställs vad gäller en tillförlitlig skötsel av uppgifterna. Värdeandelsföreningen kan ge sitt godkännande både på grundval av en enskild ansökan och som ett gruppvis godkännande. Värdeandelsföreningen kan således t.ex. på samma gång godkänna alla värdepappersförmedlare som godkänts av en viss nationell tillsynsmyndighet och står under dess tillsyn. När värdeandelsföreningen överväger huruvida ett godkännande skall ges kan den bl.a. fästa uppmärksamhet vid i vilken utsträckning finansinspektionen har möjlighet att få uppgifter om en utländsk sammanslutnings verksamhet. Därför kan det vara nödvändigt att värdeandelsföreningen begär utlåtande av finansinspektionen.

I 2 och 3 mom. stadgas för närvarande om de rättigheter som kan göras gällande med stöd av förvaltarregistrerade värdeandelar samt om finansinspektionens och emittentens möjligheter att få reda på namnet på den verkliga ägaren av en förvaltarregistrerad värdeandel, om det är känt. Avsikten är att stadgandena skall gälla endast sådana värdeandelar i eget kapital som avses i lagens 4 § 1 mom. För att denna princip skall bibehållas också när värdeandelar i främmande kapital överförs till värdeandelsystemet, föreslås en precisering av paragrafens 2 och 3 mom. Då endast utländska ägare har möjlighet till förvaltarregistrering, kan finansinspektionen i syfte att övervaka att denna begränsning iakttas ålägga den som sköter förvaltarregistreringen att uppge namnet på värdeandelarnas ägare. Utöver den rätt som avses i 3 mom. har finansinspektionen, som övervakar finansmarknaden, givetvis en allmän rätt enligt 11 § lagen om finansinspektionen (503/93) att få uppgifter av tillsynsobjekten.

1.2. Lag om ändring av lagen om värdeandelskonton

5 a §. Det föreslås att till lagen om värdeandelskonton fogas en ny 5 a §, som gäl-

ler förvaltningskonton. Efter den föreslagna ändringen behöver ingen sådan förordning om förvaltarregistrerade värdeandelar som avses i 1 § 2 mom. lagen om värdeandelsskonton utfärdas.

Enligt 1 mom. får värdeandelar som ägs av en utlänning eller en utländsk sammanlutning eller stiftelse noteras på ett särskilt förvaltningskonto. Med förvaltningskonto avses ett konto som den kontoinnehavare som noterats på kontot förvaltar för någon annans räkning med stöd av ett uppdrag. Stadgandet utgör ett undantag från kravet i 2 § lagen om värdeandelsskonton enligt vilket värdeandelar alltid skall noteras på ägarens värdeandelsskonto. Det föreslagna stadgandet möjliggör t.ex. att en utländsk förvaltare noteras som kontoinnehavare utan att den verkliga ägaren av värdeandelarna noteras på kontot. Det är inte tillåtet att på ett förvaltningskonto notera värdeandelar som kontoinnehavaren själv äger, eftersom en förvaltare som är kontoinnehavare då inte skulle kunna hålla isär kundernas egendom från sin egen.

Enligt förslaget skall av förvaltningskontot i stället för ägaren framgå uppgifter om kontoinnehavaren och att det är fråga om ett förvaltningskonto. Det är i sig inte nödvändigt att använda benämningen förvaltningskonto om kontot. Av kontot skall dock entydigt framgå att värdeandelarna inte tillhör kontoinnehavaren utan att han förvaltar dem för någon annans räkning. Uppgiften om att kontoinnehavaren inte äger värdeandelarna på kontot är nödvändig t.ex. när det skall avgöras om värdeandelarna hör till kontoinnehavarens konkursbo.

Enligt den ändring som föreslås i 28 § 1 mom. lagen om värdeandelssystemet skall värdeandelar som noterats på förvaltningskonto alltid förvaltarregistreras. I ägarförteckningen antecknas således i stället för ägaren uppgift om kontoinnehavaren eller någon annan som sköter förvaltarregistreringen.

Enligt 2 mom. får på förvaltningskontot noteras värdeandelar för en eller flera ägare. När värdeandelar för flera ägare har noterats på kontot, bestäms ställningen för ägarna på annat sätt än när värdeandelarna noterats på ägarvisa konton. Eftersom ägarna av värdeandelarna inte på ett bindande sätt framgår av registreringsystemet, blir den ägarvisa specificeringen av värdeandelarna beroende av förvaltarens bokföring. Eventuella oklar-

heter i bokföringen reds ut mellan den utländska förvaltaren och hans kund, varvid utländsk lagstiftning i allmänhet tillämpas. Eftersom interna förvärv på förvaltningskontot inte noteras i värdeandelssystemet, åtnjuter ägaren av en värdeandel som noterats på förvaltningskonto inte heller alltid det sakrättsliga skydd som grundar sig på noterarna.

Eftersom värdeandelsägarens rättsliga ställning kan vara beroende av om hans värdeandel noteras på ett förvaltningskonto eller ett ägarvist värdeandelsskonto, skall ägaren eller hans ombud alltid ha rätt att själv avgöra vilken kontoform som används. Därför bör betydelsen av detta val göras klart för värdeandelsägaren. Det kan också vara skäl att i förvaltningsavtal förutsätta uttryckligt samtycke till att värdeandelarna noteras på samma förvaltningskonto som andras värdeandelar.

I momentet finns dessutom för tydlighetens skull ett stadgande om behörigheten för innehavaren av ett förvaltningskonto. Liksom i fråga om andra värdeandelsskonton skall kontoinnehavaren ha rätt att förfoga över de värdeandelar som noterats på kontot. T.ex. en mottagare av en överlåtelse eller en panttagare kan således lita på att den förvaltare som antecknats som kontoinnehavare har haft rätt att överlåta eller pantsätta värdeandelarna. Det finns dock inget hinder för att på kontot noteras sådana begränsningar som gäller kontoinnehavarens behörighet.

Det föreslås att i 3 mom. tas in stadganden om vem som kan vara innehavare av ett förvaltningskonto. Ur värdeandelsägarens synvinkel är det viktigt att kontoinnehavarens verksamhet är adekvat och tillförlitlig. Kontoinnehavarens tillförlitlighet är viktig också av den orsaken att det i hög grad är han som ansvarar för övervakningen av att de verkliga ägarna av de värdeandelar som noteras på kontot är utlänningar. De registeransvariga kan i praktiken övervaka detta endast genom att av förvaltaren kräva en försäkran om att inga finländare finns bland ägarna av de värdeandelar som noteras på kontot.

Stadgandena i momentet överensstämmer med de förutsättningar för att sköta förvaltarregistrering om vilka stadgas i 28 § 1 mom. lagen om värdeandelssystemet. Också här kan värdeandelsföreningens godkännande ges både på grundval av en enskild ansökan och som gruppvis godkännande. När värdeandelsföreningen överväger om den

skall ge ett godkännande skall den fästa uppmärksamhet vid samma faktorer som när den överväger att godkänna någon att sköta förvaltarregistrering.

Enligt nuvarande praxis har endast registransvariga varit kontoinnehavare. Avsikten är att den verkliga förvaltaren i högre grad än i dag skall kunna antecknas som kontoinnehavare.

I momentet stadgas dessutom om undantag när det gäller förvaltningskonton som förvaltas av en utländsk värdepapperscentral. Enligt detta får på ett sådant konto i avvikelse från huvudregeln också noteras sådana värdeandelar i främmande kapital som ägs av finländare. Stadgandet behövs eftersom det på grund av kostnaderna för clearing och internationell praxis i vissa fall är ändamålsenligt att clearing på masskuldebrevsmarknaden sker vid en utländsk värdepapperscentral, trots att en finländare är part i köpet. En utländsk värdepapperscentral kan dock i allmänhet inte utan betydande ändringar i datasystemet förvara värdeandelar på värdeandelskonton i Finland så, att kontona skulle specificeras ägarvis. I sådana fall måste det av praktiska orsaker tillåtas att också sådana värdeandelar i främmande kapital

som ägs av finländare noteras på ett förvaltningskonto som är i en utländsk värdepapperscentral namn.

2. Ikraftträdande

På grund av behov som hänför sig till skötseln av statens lån föreslås lagarna träda i kraft så snart som möjligt efter att de har antagits och blivit stadfästa.

3. Lagstiftningsordning

En omvandling till värdeandelar av masskuldebrev som har emitterats som fysiska dokument skall enligt förslaget alltid ske genom medverkan av borgenären. Lagändringen påverkar inte ställningen för en skuldebrevsinnehavare som vill behålla dokumentet lånetiden ut. Sålunda strider ändringen inte mot skyddet av egendom eller andra grundläggande fri- och rättigheter enligt 6 § regeringsformen, och ändringen behöver inte behandlas i den ordning som stadgas i 67 § riksdagsordningen.

Med stöd av vad som anförts ovan föreläggs Riksdagen följande lagförslag:

1.

L a g

om ändring av lagen om värdeandelssystemet

I enlighet med riksdagens beslut
ändras i lagen den 17 maj 1991 om värdeandelssystemet (826/91) 26 §, 27 § 2 mom. och 28 § samt

fogas till lagen en ny 26 a § som följer:

26 § *Andra värdeandelar*

Om överföring till värdeandelssystemet av värdepapper som avses i 1 kap. 2 § 1 mom. 2 punkten värdepappersmarknadslagen beslutar värdeandelsföreningen på ansökan av den registeransvarige som företräder emitenten.

26 a § *Överföring av skuldebrev till värdeandelssystemet*

Om den registeransvariges ansökan gäller ett skuldebrev eller något annat sådant värdepapper, skall värdeandelsföreningen i sitt beslut enligt 26 § bestämma den tidpunkt från och med vilken värdepapperet kan överföras till värdeandelssystemet. Värdeandelsföreningen kan i sitt beslut meddela närmare föreskrifter om de uppgifter som skall noteras i värdeandelssystemet och om noteringsförfarandet när ett värdepapper överförs till värdeandelssystemet. Innan beslutet fattas skall värdeandelsföreningen kontrollera att emitenten, i ett avtal som emitenten har ingått tillsammans med en eller flera registeransvariga eller på något annat sätt, har säkerställt att alla värdepappersägare har möjlighet att få sin rätt noterad i värdeandelssystemet.

En värdepappersägare eller hans företrädare kan från och med den tidpunkt som avses i 1 mom. ansöka om att äganderätten noteras i det värdeandelsregister som emitenten anvisat. Sökanden skall överlåta värdepapperet till den registeransvarige och visa att han har sådan rätt att förfoga över värdepapperet som avses i lagen om skuldebrev (622/47). Den registeransvarige skall notera värdepapperet på det värdeandelskonto som sökanden uppgett, med iakttagande av vad som stadgas i lagen om värdeandelskonton.

Ett värdepapper som överlåtit till den registeransvarige skall förses med anteckning

om att det har överförts till värdeandelssystemet.

27 § *Emissionskonto*

På emissionskontot skall de uppgifter noteras som enligt lag borde anges på det värdepapper som utfärdas för värdeandelen samt det antal värdeandelar som emitteras. För värdeandelar som avses i 4 § 2 mom. skall på emissionskontot dessutom antecknas förfallodagar, eventuell säkerhet för lånet, låneräntan eller eventuell annan gottgörelse som skall betalas för lånet, återbetalnings- och andra väsentliga villkor för lånet samt på vilket sätt lånevillkoren hålls allmänt tillgängliga.

28 § *Förvaltarregistrering*

Om en värdeandel har noterats på ett sådant förvaltningskonto som avses i 5 a § lagen om värdeandelskonton eller om ett internationellt depåbevis har utfärdats för värdeandelen, skall i den förteckning som avses i 4 § i stället för ägaren antecknas den som sköter förvaltarregistreringen. I förteckningen kan också annars i stället för ägaren antecknas den som sköter förvaltarregistreringen, om en utlänning eller en utländsk sammanslutning eller stiftelse äger värdeandelen. Förvaltarregistreringen kan skötas av innehavaren av ett förvaltningskonto eller en registeransvarig eller en värdepappersförmedlare som avses i 1 kap. 4 § 3 mom. värdepappersmarknadslagen. För uppgiften att sköta förvaltarregistreringen kan värdeandelsföreningen också godkänna en utländsk värdepapperscentral eller någon annan sådan utländsk sammanslutning som står under tillräcklig offentlig tillsyn och vars ekonomiska verksamhetsbetingelser och förvaltning upp

fyller kraven på en tillförlitlig skötsel av uppgifterna. Handels- och industriministeriet kan begränsa rätten att förvaltarregistrera värdeandelar som avses i 4 § 1 mom. och som inte är föremål för offentlig handel i utlandet.

Med stöd av förvaltarregistrerade aktier eller andra värdeandelar som avses i 4 § 1 mom. kan inga andra rättigheter som ägaren har i egenskap av värdeandelsägare göras gällande mot emittenten än rätten att lyfta medel, omvandla eller byta ut värdeandelar-

na och ta del i aktieemission eller annan värdeandelsemission.

Den som sköter förvaltarregistreringen är skyldig att på begäran meddela finansinspektionen värdeandelarnas verkliga ägares namn, om det är känt, och hur många värdeandelar ägaren har. I fråga om värdeandelar som avses i 4 § 1 mom. skall dessa uppgifter på begäran också meddelas emittenten.

Denna lag träder i kraft den 199 .

2.

L a g om ändring av lagen om värdeandelskonton

I enlighet med riksdagens beslut fogas till lagen den 17 maj 1991 om värdeandelskonton (827/91) en ny 5 a § och före den en mellanrubrik som följer:

Förvaltningskonto 5 a §

Värdeandelar som ägs av en utlänning eller en utländsk sammanslutning eller stiftelse får noteras på ett särskilt värdeandelskonto (*förvaltningskonto*) som kontoinnehavaren på uppdrag förvaltar för någon annans räkning. Av kontot skall härvid i stället för ägaren framgå uppgifter om kontoinnehavaren samt att det är fråga om ett förvaltningskonto.

På ett förvaltningskonto får noteras värdeandelar för en eller flera ägare. Vad som på något annat ställe i denna lag stadgas om kontoinnehavarens behörighet att förfoga över de värdeandelar som har noterats på ett konto gäller också innehavaren av ett förvaltningskonto.

En registeransvarig eller en värdepappers-

förmedlare som avses i 1 kap. 4 § 3 mom. värdepappersmarknadslagen kan verka som kontoinnehavare av ett förvaltningskonto. Även en utländsk värdepapperscentral eller någon annan sådan utländsk sammanslutning som står under tillräcklig offentlig tillsyn och vars ekonomiska verksamhetsbetingelser och förvaltning uppfyller kraven på en tillförlitlig skötsel av uppgifterna kan av värdeandelsföreningen godkännas som kontoinnehavare. På ett förvaltningskonto som förvaltas av en utländsk värdepapperscentral får utan hinder av 1 mom. också noteras sådana värdeandelar som ägs av en finsk medborgare eller en finsk sammanslutning eller stiftelse och som avses i 4 § 2 mom. lagen om värdeandelsystemet.

Denna lag träder i kraft den 199 .

Helsingfors den 22 september 1995

Republikens President

MARTTI AHTISAARI

Minister *Arja Alho*

1.

L a g

om ändring av lagen om värdeandelssystemet

I enlighet med riksdagens beslut
ändras i lagen den 17 maj 1991 om värdeandelssystemet (826/91) 26 §, 27 § 2 mom. och
28 § samt
fogas till lagen en ny 26 a § som följer:

Gällande lydelse

26 §
Andra värdeandelar

Om överföring till värdeandelssystemet av andra värdeandelar än de som nämns i 25 § beslutar värdeandelsföreningen på ansökan av den registeransvarige som företräder emittenten. *En värdeandel för vilken ett skuldebrev eller något annat sådant värdepapper har utfärdats får dock inte överföras till värdeandelssystemet.*

Föreslagen lydelse

26 §
Andra värdeandelar

Om överföring till värdeandelssystemet av värdepapper som avses i 1 kap. 2 § 1 mom. 2 punkten värdepappersmarknadslagen beslutar värdeandelsföreningen på ansökan av den registeransvarige som företräder emittenten.

26 a §
Överföring av skuldebrev till värdeandelssystemet

Om den registeransvariges ansökan gäller ett skuldebrev eller något annat sådant värdepapper, skall värdeandelsföreningen i sitt beslut enligt 26 § bestämma den tidpunkt från och med vilken värdepapperet kan överföras till värdeandelssystemet. Värdeandelsföreningen kan i sitt beslut meddela närmare föreskrifter om de uppgifter som skall noteras i värdeandelssystemet och om noteringsförfarandet när ett värdepapper överförs till värdeandelssystemet. Innan beslutet fattas skall värdeandelsföreningen kontrollera att emittenten, i ett avtal som emittenten har ingått tillsammans med en eller flera registeransvariga eller på något annat sätt, har säkerställt att alla värdepappersägare har möjlighet att få sin rätt noterad i värdeandelssystemet.

En värdepappersägare eller hans företrädare kan från och med den tidpunkt som avses i 1 mom. ansöka om att äganderätten noteras i det värdeandelsregister som emittenten anvisat. Sökanden skall överläta värdepapperet till den registeransvarige och visa att han har sådan rätt att förfoga över värdepapperet som avses i lagen om skuldebrev (622/47). Den registeransvarige skall

Gällande lydelse

På emissionskontot skall de uppgifter noteras som enligt lag borde anges på det värdepapper som utfärdas för värdeandelen samt det antal värdeandelar som emitteras. Emittenten skall till den som för emissionskontot på maskinspråk överföra de uppgifter som nämns i detta moment.

28 §

Förvaltarregistrering. Om en utlänning eller en utländsk sammanslutning eller stiftelse äger en aktie eller värdeandel som hör till värdeandelssystemet och som avses i 4 § 1 mom., kan i aktieägarförteckningen eller en annan ägarförteckning i stället för ägaren antecknas en registeransvarig, en utländsk värdepapperscentral, en av värdeandelsföreningen godkänd utländsk bank eller ett av föreningen godkänt värdepappersförmedlingsföretag eller någon annan av föreningen godkänd sammanslutning, om den ansvarige, centralen, banken, företaget eller sammanslutningen på uppdrag av ägaren förvaltar värdeandelarna (förvaltarregistrering). Sådana aktier och övriga värdeandelar som nämns i 4 § 1 mom. och för vilka internationella depåbevis har utfärdats skall förvaltarregistreras. Handels- och industriministeriet kan begränsa rätten att förvaltarregistrera värdeandelar som inte är föremål för offentlig handel utomlands.

Föreslagen lydelse

notera värdepapperet på det värdeandelsskonto som sökanden uppgett, med iakttagande av vad som stadgas i lagen om värdeandelsskonton.

Ett värdepapper som överlåtits till den registeransvarige skall förses med anteckning om att det har överförts till värdeandelssystemet.

27 §

Emissionskonto

På emissionskontot skall de uppgifter noteras som enligt lag borde anges på det värdepapper som utfärdas för värdeandelen samt det antal värdeandelar som emitteras. För värdeandelar som avses i 4 § 2 mom. skall på emissionskontot dessutom antecknas förfallodagar, eventuell säkerhet för lånet, låneräntan eller eventuell annan gottgörelse som skall betalas för lånet, återbetalnings- och andra väsentliga villkor för lånet samt på vilket sätt lånevillkoren hålls allmänt tillgängliga.

28 §

Förvaltarregistrering. Om en värdeandel har noterats på ett sådant förvaltningskonto som avses i 5 a § lagen om värdeandelsskonton eller om ett internationellt depåbevis har utfärdats för värdeandelen, skall i den förteckning som avses i 4 § i stället för ägaren antecknas den som sköter förvaltarregistreringen. I förteckningen kan också annars i stället för ägaren antecknas den som sköter förvaltarregistreringen, om en utlänning eller en utländsk sammanslutning eller stiftelse äger värdeandelen. Förvaltarregistreringen kan skötas av innehavaren av ett förvaltningskonto eller en registeransvarig eller en värdepappersförmedlare som avses i 1 kap. 4 § 3 mom. värdepappersmarknadslagen. För uppgiften att sköta förvaltarregistreringen kan värdeandelsföreningen också godkänna en utländsk värdepapperscentral eller någon annan sådan utländsk sammanslutning som står under tillräcklig offentlig tillsyn och vars ekonomiska verksamhetsbetingelser och förvaltning uppfyller kraven på en tillförlitlig skötsel av uppgifterna. Handels- och industriministeriet kan begränsa rätten

Gällande lydelse

Med stöd av förvaltarregistrerade aktier eller andra värdeandelar kan inga andra rättigheter som ägaren har i egenskap av värdeandelsägare göras gällande mot emittenten än rätten att lyfta medel, omvandla eller byta ut värdeandelarna och ta del i aktieemission eller annan värdeandelsemission.

Den som förvaltar förvaltarregistrerade aktier eller andra värdeandelar är på begäran skyldig att meddela bankinspektionen och emittenten den verkliga ägarens namn, om det är känt, och hur många aktier eller andra värdeandelar ägaren har.

Föreslagen lydelse

att förvaltarregistrera värdeandelar som avses i 4 § 1 mom. och som inte är föremål för offentlig handel i utlandet.

Med stöd av förvaltarregistrerade aktier eller andra värdeandelar som avses i 4 § 1 mom. kan inga andra rättigheter som ägaren har i egenskap av värdeandelsägare göras gällande mot emittenten än rätten att lyfta medel, omvandla eller byta ut värdeandelarna och ta del i aktieemission eller annan värdeandelsemission.

Den som sköter förvaltarregistreringen är skyldig att på begäran meddela finansinspektionen värdeandelarnas verkliga ägares namn, om det är känt, och hur många värdeandelar ägaren har. I fråga om värdeandelar som avses i skall dessa uppgifter 4 § 1 mom. på begäran också meddelas emittenten.

Denna lag träder i kraft den 199 .

2.

L a g

om ändring av lagen om värdeandelskonton

I enlighet med riksdagens beslut fogas till lagen den 17 maj 1991 om värdeandelskonton (827/91) en ny 5 a § och före den en mellanrubrik som följer:

*Gällande lydelse**Föreslagen lydelse*

Förvaltningskonto 5 a §

Värdeandelar som ägs av en utlänning eller en utländsk sammanslutning eller stiftelse får noteras på ett särskilt värdeandelskonto (förvaltningskonto) som kontoinnehavaren på uppdrag förvaltar för någon annans räkning. Av kontot skall härvid i stället för ägaren framgå uppgifter om kontoinnehavaren samt att det är fråga om ett förvaltningskonto.

På ett förvaltningskonto får noteras värdeandelar för en eller flera ägare. Vad som på något annat ställe i denna lag stadgas om kontoinnehavarens behörighet att förfoga över de värdeandelar som har noterats på ett konto gäller också innehavaren av ett förvaltningskonto.

*Gällande lydelse**Föreslagen lydelse*

En registeransvarig eller en värdepappersförmedlare som avses i 1 kap. 4 § 3 mom. värdepappersmarknadslagen kan verka som kontoinnehavare av ett förvaltningskonto. Även en utländsk värdepapperscentral eller någon annan sådan utländsk sammanslutning som står under tillräcklig offentlig tillsyn och vars ekonomiska verksamhetsbetingelser och förvaltning uppfyller kraven på en tillförlitlig skötsel av uppgifterna kan av värdeandelsföreningen godkännas som kontoinnehavare. På ett förvaltningskonto som förvaltas av en utländsk värdepapperscentral får utan hinder av 1 mom. också noteras sådana värdeandelar som ägs av en finsk medborgare eller en finsk sammanslutning eller stiftelse och som avses i 4 § 2 mom. lagen om värdeandelssystemet.

Denna lag träder i kraft den 199 .